

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Mercado Acionário Brasileiro: Uma Análise
Qualitativa da Expansão de 2004-2008**

NORBERTO MONTANI MARTINS
Matrícula nº: 106.030.575

ORIENTADOR(A): Jennifer Hermann

DEZEMBRO 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Mercado Acionário Brasileiro: Uma Análise
Qualitativa da Expansão de 2004-2008**

NORBERTO MONTANI MARTINS
Matrícula nº: 106.030.575

ORIENTADOR(A): Jennifer Hermann

DEZEMBRO 2009

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe Marize, por tudo em minha vida, e a meus demais familiares, assim como aos amigos que participaram de todo este processo. Agradeço também à professora Jennifer Hermann por todo apoio, colaboração e inspiração durante os últimos anos.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo realizar uma análise descritiva do principal período de expansão do Mercado Acionário Brasileiro, ocorrido durante os anos de 2004-2008, identificando os elementos que influenciaram esta expansão e destacando seu perfil. Em particular, discute-se se e em que medida a expansão referida esteve associada à diminuição de fatores de risco (concentração, iliquidez e volatilidade), caracterizando, então, uma expansão de caráter estrutural do mercado.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BCB	Banco Central do Brasil
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DTVM	Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
GC	Governança Corporativa
Ibovespa	Índice Bovespa
IE	Instituto de Economia
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Ampliado
MAB	Mercado Acionário Brasileiro
MKB	Mercado de Capitais Brasileiro
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
PAC	Plano de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro

ÍNDICE

Introdução	8
Capítulo I: Referencial Teórico.....	11
I.1 – A Dinâmica do Mercado Acionário: Demanda e Oferta	12
I.1.1 – Condicionantes pelo lado da demanda: A teoria da preferência pela liquidez e a demanda por ativos	12
I.1.2 – Condicionantes pelo lado da oferta.....	15
I.2 – Características das Ações, do Mercado Acionário e Fatores de Risco	21
I.2.1 – Riscos do Ativo.....	21
I.2.2 – Riscos do Mercado.....	24
I.3 – Síntese/Conclusões.....	26
Capítulo II: Contextualização e Evolução do Mercado Acionário Brasileiro	27
II.1 – Antecedentes.....	28
II.1.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional.....	28
II.1.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB).....	31
II.2 – O período 1999-2003.....	33
II.2.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional.....	33
II.2.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB).....	36
II.3 – O período 2004-2008.....	37
II.3.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional.....	38
II.3.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB).....	41
II.4 – Síntese/Conclusões	44
Capítulo III: Uma Avaliação dos Riscos da Evolução Recente do MAB	46
III.1. Indicadores de concentração	Erro! Indicador não definido.
III.1.1. Concentração no mercado primário: Oferta e Demanda....	Erro! Indicador não definido.
III.1.2. Concentração no mercado secundário.....	Erro! Indicador não definido.
III.2. Indicadores de liquidez	Erro! Indicador não definido.
III.3. Indicadores de Volatilidade.....	Erro! Indicador não definido.
III.4. Síntese/Conclusões.....	Erro! Indicador não definido.
Conclusão	64
Referências Bibliográficas	67

Introdução

A década de 1990 representou a consolidação da estabilidade de preços, com perspectivas de retomada da atividade econômica, assim como foi marcada pelo amplo processo de liberalização financeira e comercial. Esta década prometia, então, marcar a retomada do crescimento do Mercado de Capitais e do Mercado de Ações Brasileiro (MAB) após cerca de duas décadas de estagnação. No entanto, o “boom” que ocorreu nestes mercados se estendeu apenas de 1995 a 1998, podendo ser considerado mais um “espasmo” do que uma recuperação de fato. As crises asiáticas e russa, que culminaram na crise cambial brasileira, levaram o MAB a uma forte retração e a um novo período de estagnação, que durou de 1999 a 2003. A recuperação só acontece a partir de 2004, quando o mercado encontra seu período de maior prosperidade na história.

Este último período (2004-2008) merece destaque devido ao grande volume de emissões primárias de ações, assim como grandes valores negociados no mercado secundário, até então inéditos no mercado brasileiro. Os números mostram uma média de US\$ 9.446 milhões de emissões primárias no período 2004-08, tendo atingido o patamar de US\$ 19.859 milhões em 2008, enquanto que nos demais períodos (1990-2003) a média esteve em torno de US\$ 1.950 milhões. Já o volume negociado no mercado secundário girava acerca de uma média de US\$ 368 bilhões no período destacado, contra uma média de US\$ 75 bilhões de 1990 a 2003. Notadamente, o período 2004-2008 apresenta uma dinâmica diferenciada quando comparado aos demais, justificando um estudo mais minucioso dos elementos que influenciaram esta expansão e do seu perfil.

Pelo lado dos elementos que influenciaram a expansão, podem ser listados uma série de fatores conjunturais, ligados ao ambiente macroeconômico interno e externo à época, bem como alguns fatores estruturais, ligados a mudanças no ambiente institucional: o crescimento econômico mais acelerado, no mundo e no Brasil, o aumento da liquidez internacional e a estabilização de preços no Brasil podem ser considerados alguns elementos que desencadearam ou que sustentaram o processo de expansão iniciado em 2004. Já pelo lado do perfil da expansão, cabe associá-la a determinados fatores de risco, relacionados, por sua vez, à concentração do mercado,

tanto em torno de ofertantes (empresas, setores e papéis) como de demandantes (investidores envolvidos no mercado), às suas condições de liquidez e à sua volatilidade.

Desta forma, partindo da hipótese de que uma expansão do Mercado Acionário associada a uma **diminuição dos riscos** envolvidos neste mercado caracteriza uma expansão de **caráter** mais **estrutural** (enquanto que uma expansão associada a uma elevação dos fatores de risco caracterizaria uma expansão de caráter mais temporário), o objetivo central do trabalho é realizar uma análise descritiva do principal período de expansão do MAB, ocorrido durante os anos de 2004-2008, identificando brevemente os elementos que influenciaram esta expansão e destacando seu perfil. Em particular, discute-se se e em que medida a expansão referida esteve associada à diminuição de fatores de risco (concentração, iliquidez e volatilidade), caracterizando, então, uma expansão mais estrutural do mercado.

Este trabalho está dividido em três capítulos além desta introdução e da conclusão: o Capítulo I tem por objetivo estabelecer um referencial teórico acerca das motivações que levam os agentes econômicos a ofertar e demandar ativos financeiros (em especial ações), determinando a dinâmica do mercado acionário, bem como caracterizar e discutir os riscos presentes nas operações deste mercado. Para isto, utiliza-se como referências a teoria da escolha de portfólio de Keynes (aprofundada por Tobin) e a teoria de oferta de ativos baseada nos trabalhos de Eichner, Minsky e Kalecki.

No Capítulo II, analisa-se o desempenho do MAB no período recente (2004-2008), passando também por períodos anteriores, de modo a definir uma base comparativa para destacar quão forte foi a expansão deste último período, bem como mostrar mais claramente as mudanças nele ocorridas. Discute-se inicialmente as condições do ambiente econômico por trás de cada período, focando três principais fatores: (i) o ambiente macroeconômico externo; (ii) o ambiente macroeconômico doméstico; (iii) o ambiente institucional no qual o mercado esteve inserido. Em seguida, analisa-se o comportamento do MAB em torno da evolução das emissões primárias e secundárias ao longo do tempo, do volume negociado neste mercado, do volume capitalizado pelas companhias abertas, dentre outros aspectos mais específicos.

O Capítulo III busca analisar as condições de risco do mercado no período mais recente, procurando identificar possíveis focos de risco associados aos elementos já citados anteriormente: concentração, liquidez e volatilidade. Por fim, a Conclusão tem por objetivo sintetizar e organizar os argumentos defendidos ao longo do trabalho a fim de identificar se a expansão recente pode ser caracterizada como menos arriscada e, portanto, mais estrutural (ou mais arriscada e mais temporária).

Capítulo I: Referencial Teórico

O presente capítulo tem por objetivo estabelecer um referencial teórico acerca das motivações que levam os agentes econômicos a ofertar e demandar ativos financeiros, em particular, ações, determinando a dinâmica do mercado acionário, assim como caracterizar e discutir os riscos presentes nas operações deste mercado.

Numa primeira aproximação, a demanda por um ativo financeiro está ligada às avaliações de agentes sobre as condições de retorno e risco deste ativo. No entanto, Keynes sugere que, como o ambiente econômico e o futuro são permeados de incertezas, outro aspecto deve ser considerado: a liquidez. Desta forma, dadas as possibilidades de escolha do agente, este demandará o ativo financeiro que lhe ofereça melhores condições de retorno, corrigido pelo risco, e liquidez, sendo a própria moeda uma possibilidade de escolha.

Já a oferta de ativos financeiros, está ligada às perspectivas de investimento e crescimento das firmas, que condicionarão as suas demandas por financiamentos (sendo esta decisão microeconômica). Estas demandas dependerão, grosso modo, dos custos (econômicos e de oportunidade) presentes (descontados pelos prazos) dos diferentes instrumentos financeiros disponíveis (basicamente: ações, crédito ou títulos de dívida). O confronto entre os custos e os objetivos das firmas determinará o instrumento a ser utilizado e, conseqüentemente, sua oferta no mercado acionário e de capitais (se for o caso).

A interação entre os dois elementos acima, a demanda e a oferta de ações, determinará a dinâmica do mercado acionário e será analisada na seção I.1, sendo a subseção I.1.1 referente aos condicionantes pelo lado da demanda por ações e a subseção I.1.2 referente aos condicionantes pelo lado da oferta.

Por sua vez, as características deste mercado envolvem certos riscos e determinado grau de liquidez, que, num segundo momento, condicionarão a dinâmica do próprio mercado (principalmente no que se refere à demanda por ações), como exposto acima. Estas características e os riscos envolvidos serão abordados na seção I.2,

sendo os riscos ligados as características específicas dos ativos tratados na subseção I.2.1 e os elementos de risco do mercado como um todo tratados na subseção I.2.2.

I.1 – A Dinâmica do Mercado Acionário: Demanda e Oferta

Como discutido anteriormente, o objetivo específico deste trabalho é realizar uma análise dos riscos envolvidos na expansão do Mercado Acionário Brasileiro (MAB) que ocorreu em 2004-2008 e o seu resultado está ligado à demonstração do caráter desta expansão: se é temporário ou sustentável. Sendo assim, o que a análise a ser realizada quer demonstrar é como os fatores de risco irão influenciar a dinâmica do mercado em questão, especialmente a demanda por ações.

Portanto, cabe discutir a que fatores estão associados a demanda e a oferta de ações, ou seja, quais os seus condicionantes, e demonstrar de que modo possíveis fatores de risco influenciarão tal dinâmica. Como estabelecido na introdução deste capítulo, a esta seção cabe analisar estas questões.

I.1.1 – Condicionantes pelo lado da demanda: A teoria da preferência pela liquidez e a demanda por ativos

Ao analisar os condicionantes pelo lado da demanda por ativos, a pergunta que deve ser respondida é: por que um agente escolhe determinado ativo, em detrimento de outros? Desta forma, deve-se analisar os elementos que motivam esta escolha do ponto de vista individual (seja o agente uma pessoa ou uma instituição financeira), considerando também o perfil de cada investidor e o ambiente no qual a escolha ocorre.

Como discutido na introdução, à primeira vista, a demanda por um ativo financeiro está ligada às avaliações de agentes sobre as condições de **retorno** e **risco** deste ativo, ou seja, dependem do retorno líquido esperado (descontado o risco) do ativo em questão. Uma abordagem alternativa proposta por Keynes, entretanto, considera outro elemento como fundamental: a **liquidez**.

A liquidez de um ativo depende, grosso modo, da sua capacidade de ser realizável sem perdas a curto prazo. Esta definição está atrelada a 2 dimensões principais: tempo e valor. A primeira diz respeito à rapidez com que é possível realizar

este ativo (converte-lo em meios de pagamento), enquanto a segunda diz respeito à possibilidade de realização sem perda de capital (ou seja, da manutenção do preço deste ativo). Uma terceira dimensão, menos intuitiva, está ligada às expectativas dos agentes em relação à maneira como interagem as 2 primeiras dimensões (avaliação subjetiva) – por exemplo, num ambiente de instabilidade econômica, diferentes agentes podem atribuir expectativas diferentes em relação à manutenção do preço de um ativo.

Por definição, a moeda pode ser considerada o ativo mais líquido da economia, dadas suas funções características de meio de pagamento e unidade de conta da economia. A demanda por moeda e liquidez ocorre devido à presença de incertezas nos ambientes de decisão econômica, mas também de outros fatores. Sucintamente, o fato de esta característica ser desejada pelos agentes está ligado a quatro principais motivos: (i) transacional – para que os agentes possam realizar seus gastos correntes; (ii) financiamento – relacionado a planos de investimento decididos deliberadamente; (iii) precaução – num ambiente de incerteza, eventos imprevistos podem ocorrer e o agente deve manter ativos líquidos para lidar com estes imprevistos de forma satisfatória; (iv) especulação - relacionada à espera em torno da realização de determinadas expectativas, que impliquem na realização de gastos direcionados ao mercado de ativos financeiros¹. A importância que assumem estes motivos para cada agente determinará sua preferência pela liquidez e o prêmio de liquidez (L) que o agente atribuirá a (leia-se: exigirá de) cada ativo (por ora, a discussão acerca da liquidez de um ativo é suficiente; outros aspectos serão analisados na seção I.2).

Já os retornos líquidos esperados por um ativo estão ligados às quase-rendas que o ativo pode gerar, descontados os seus custos de armazenagem. As quase-rendas esperadas (Q) dizem respeito aos fluxos de receita derivados da utilização produtiva do ativo ou de sua posse; em outras palavras, são as receitas esperadas derivadas dos lucros, juros ou dividendos. Os custos de armazenagem (C) dizem respeito a despesas relacionadas à presença do ativo no portfólio do agente e/ou possível desgaste do ativo. No caso das ações, estes custos estão ligados, grosso modo, a despesas com corretagem e taxas de custódia, além de eventuais impostos.

¹ É importante salientar que este gasto nunca é direcionado ao mercado de bens – neste último pode ocorrer o gasto de moeda retida para fins precaucionais.

Outro elemento que deve ser incorporado é a possibilidade de ganhos de capital (A), ou seja, a possibilidade de o agente auferir ganhos com a simples variação de preço do ativo em questão (atributo valorizado por investidores de perfil especulativo, como será visto abaixo). Desta maneira, a taxa de retorno (i_a) de um ativo dependerá da soma dos seus rendimentos líquidos esperados acrescidos do prêmio de liquidez atribuído por determinado agente, onde estes componentes representam percentuais, e pode ser formalizada da seguinte maneira:

$$i_a = Q + A - C + L \quad (1)$$

Vale lembrar que a fórmula do preço do ativo pode ser dada por $P_a = \sum Rt/(1+i_a)^t$ e representa o valor presente dos rendimentos esperados do ativo durante o tempo de retenção dele na carteira do agente.

Esta escolha de portfólio é marcada, ainda, pela existência de alguns riscos, que podem ser de dois tipos: (i) ligados à especificidade de cada ativo e dos componentes da sua taxa de retorno (dado que estas taxas são esperadas) e ao comportamento de seu mercado secundário, que está ligado aos movimentos de preço e ganhos de capital (risco assistemático); (ii) riscos de natureza macroeconômica (sistemáticos), que afetam o mercado como um todo – por exemplo, variações nas taxas de juros e do crescimento econômico. De modo a mitigar sua exposição aos riscos mencionados, os agentes descontam, então, dos rendimentos líquidos esperados uma espécie de “prêmio de risco” (u) – que também representa um percentual:

$$i_a = Q + A - C + L - u \quad (2)$$

Quanto à taxa de retorno do ativo, um último aspecto deve ser considerado: como a escolha é condicionada por vários fatores, em vários cenários (dada a incerteza do ambiente econômico), as expectativas dos agentes quanto ao risco-retorno-liquidez de um determinado ativo não são únicas, mas sim, um leque de possibilidades. Em outras palavras, haveria vários preços, definidos por intervalos de valores mais prováveis, atribuídos por um mesmo agente para um mesmo ativo em determinado momento do tempo, de acordo com cada cenário, e não um único preço determinado por um único valor mais provável.

Por fim, 3 observações devem ser consideradas:

(i) Ao tomar decisões de alocação do seu portfólio, além da incorporação do prêmio de risco, a diversificação da carteira (entre vários tipos de ativos distintos) é uma forma eficaz de diminuir o risco assistemático a que o agente está exposto².

(ii) Em **ambientes de maior incerteza e instabilidade**, a **liquidez** de um ativo será, de um modo geral, **mais valorizada** pelos agentes em detrimento das taxas de retorno exigidas, ainda que estas taxas tendam a se elevar devido a incorporação de um maior prêmio de risco. O contrário acontece em ambientes de menor incerteza e maior estabilidade: a preferência por liquidez é menos predominante.

(iii) A demanda por determinado ativo está ligada também ao **perfil do investidor**: investidores mais cautelosos tenderão a diversificar mais seu portfólio, assim como incorporar maiores prêmios de risco e atribuir maior valor à liquidez; já investidores com perfil mais especulativo, tenderão a concentrar seu portfólio em determinados ativos, que ofereçam maior taxa de retorno esperada (em especial, maior possibilidade de ganhos de capital) em detrimento da liquidez, assim como atribuem menores prêmios de risco ao ativo em questão.

Desse modo, conclui-se que a demanda por ações depende fundamentalmente dos ganhos de capital esperados, do pagamento de dividendos, dos custos de sua manutenção no portfólio, do grau de instabilidade e incerteza da economia e do perfil de aversão a risco do investidor. Quanto maiores os retornos esperados e mais estável o ambiente econômico, mais a demanda por ações será favorecida.

I.1.2 – Condicionantes pelo lado da oferta

Assim como o foco central da análise dos condicionantes da demanda por ações é a escolha de portfólio dos agentes, o foco central da análise pelo lado da oferta é a escolha das empresas entre diferentes instrumentos de financiamento. A principal questão a ser respondida, então, é: Por que uma empresa lança ações se existem outras possibilidades para se financiar?

² O risco sistemático, por definição, afeta todos os ativos financeiros (embora isto não ocorra de forma homogênea) e, grosso modo, não pode ser “combatido” com a diversificação de portfólio.

A discussão atual sobre teorias do financiamento de empresas e de estrutura de capital se inicia com a teoria da irrelevância de Modigliani e Miller (MODIGLIANI e MILLER, 1958). Em termos gerais, esta teoria propõe que o padrão de financiamento das empresas não afeta o nível de investimento e o valor de mercado das empresas. Assim, a estrutura de capital seria uma variável passiva que não condicionaria a realização de investimentos pelas firmas.

A teoria da irrelevância diz respeito a um caso muito particular, onde os mercados funcionam de forma perfeita, segundo as seguintes hipóteses: (i) existe perfeita simetria de informações, (ii) os mercados de capitais são plenamente desenvolvidos (em outras palavras, não existem restrições à utilização das várias fontes de financiamento por parte do mercado), e, (iii) a oferta de fundos é infinitamente elástica à demanda, sendo o preço (custo dos recursos) a variável de ajuste. Além disto, a teoria considera que também não existem restrições à utilização das várias fontes de financiamento por parte da firma (não existem restrições de balanço) e que os administradores agem em função dos interesses dos acionistas.

Todas as premissas consideradas acima podem ser contestadas de alguma forma, pois sua formulação teórica é inconsistente com a realidade e com os resultados por ela previstos³. Desta forma, a estrutura de capital pode e deve ser relevante, sendo que uma abordagem alternativa deve ser buscada, a fim de explicar melhor este processo de tomada de decisão. Vale ressaltar que o caráter que esta abordagem alternativa deve tomar é essencialmente dinâmico, dado que o teorema da irrelevância diz respeito a uma única decisão específica de investimento ou decisões descontínuas. No entanto, a estrutura de capital de uma empresa (em outras palavras, o mix de recursos dos quais a empresa dispõe para realizar suas operações e investimentos), é marcada por uma constante reavaliação e reorganização (afinal, depende de uma série de fatores, como será mostrado abaixo).

Partindo da visão de Eichner (1976) sobre o comportamento das firmas sob oligopólio (estrutura cuja característica fundamental é a possibilidade da firma influenciar preços), a decisão da firma por determinada estrutura de capital está

³ Para uma discussão mais aprofundada sobre assimetria informacional e falhas de mercado, ver Stiglitz & Broadway (1994); para uma discussão sobre desenvolvimento de mercados de capitais, ver Levine (2004); por fim, para uma discussão acerca das “restrições de balanço”, ver Kalecki (1937).

condicionada a própria decisão de preço. Firms oligopolistas financiam seus investimentos e crescimento inicialmente com seus lucros retidos⁴. Assim, ao implantar um novo projeto que necessitará de um maior aporte de recursos, tais firms poderão aumentar o preço (dado seu poder de mercado) para que obtenham maiores receitas e, conseqüentemente, lucros para financiar tal projeto.

No entanto, a empresa vai se deparar com algumas limitações. O aumento de preço poderá gerar (i) um efeito-substituição negativo, (ii) a entrada de novas firms e/ou (iii) intervenção governamental. O efeito-substituição negativo está ligado à perda de receita que a firma incorrerá por ter aumentado o preço, ainda que num primeiro momento este efeito não seja verificado (devido à uma possível inelasticidade da demanda). Por outro lado, com o aumento da lucratividade, cria-se um incentivo para a entrada de novas firms: caso a entrada se verifique, a receita relativa das firms estabelecidas cairá a médio prazo. Por fim, se o aumento do preço contrariasse o interesse público, poderia gerar uma intervenção do governo no sentido de regular o preço, aumentar impostos ou mesmo, num caso mais extremo, “estatizar” a produção do setor em questão.

Desta forma, o aumento de preços gerará uma diminuição relativa das receitas auferidas ao longo do tempo, limitando a capacidade do oligopolista se valer deste “instrumento” para obter fundos a fim de financiar seus projetos. O oligopolista, então, poderia buscar recursos de terceiros para financiar tais gastos, utilizando diversos instrumentos para realizar tal captação. A escolha destes instrumentos deverá levar em conta o custo relativo de cada instrumento, assim como os riscos associados a cada um.

Numa aproximação inicial, o oligopolista poderia realizar um cálculo do custo dos recursos internos, a fim de compará-lo aos custos dos demais instrumentos. Este cálculo pode ocorrer da seguinte forma: deve-se considerar o fluxo de receitas futuras esperadas com o aumento de preço, desconsiderando os efeitos limitadores acima destacados (efeito substituição, etc), a fim de calcular uma taxa implícita de retorno do investimento em questão; calcula-se também o fluxo de receitas futuras esperadas com o aumento de preço, considerando agora a perda de receita decorrente dos efeitos substituição, entrada e governamental, a fim de calcular uma segunda taxa implícita de

⁴ Assim como sob qualquer outra estrutura de mercado.

retorno do investimento em questão. Ao dividir a segunda taxa pela primeira, obtém-se uma taxa R que representa o custo de se obter recursos internos adicionais.

Ao confrontar este custo com os demais custos dos diversos instrumentos disponíveis, a firma pode decidir qual instrumento é mais adequado para o financiamento do projeto em questão. Assim sendo, um dos **elementos fundamentais** para determinar a utilização de recursos internos ou externos é o **custo** de cada um.

No caso de empréstimos bancários e títulos de dívida, a comparação sugerida por Eichner é simples: basta olhar para a taxa de juros cobrada pelo banco ou paga pelo título sobre o principal (deve-se descontar possíveis vantagens sobre o imposto de renda⁵) e compará-las à taxa R descrita anteriormente. No entanto, deve-se considerar ainda outro aspecto em relação aos títulos de dívida, que é o elevado custo fixo da entrada no mercado de capitais, ligado aos custos de montar a operação, de contratar um emissor-líder e/ou um *market-maker*, que podem inviabilizar operações de menor porte.

No caso das emissões de ações, conforme (EICHNER, 1976):

“the principal sum obtained will depend on the price at which the additional shares can be safely marketed, given the current price of the company’s shares on the stock exchange” (pp. 86-87).

Ou seja, depende do grau de liquidez das ações da firma no mercado. Além disso, o “cupom” pago pelas ações dependerá dos dividendos esperados e da taxa à qual se espera que estes dividendos aumentem ao longo do tempo – de forma análoga ao custo interno, divide-se o principal pelo somatório do fluxo de dividendos esperados, obtendo-se uma taxa que represente o custo da emissão.

Também no caso do mercado acionário, deve-se considerar a existência de elevados custos fixos (por vezes, irrecuperáveis) associados ao ingresso da firma: contratação do emissor-líder, custos de auditoria e padronização contábil, publicação de balanços em veículos de comunicação, criação e manutenção de *websites* que facilitem o acesso a informação por parte dos investidores, etc.

⁵ A legislação tributária de diversos países permite o abatimento dos juros pagos do montante sujeito à incidência do Imposto de Renda (ou semelhante).

Assim, a firma optaria em cada momento por uma escolha que lhe proporcionasse o menor custo possível. Empiricamente, é verificada uma espécie de ordenamento: as empresas preferem utilizar capital próprio, seguido por dívida bancária, títulos de dívida e, por fim, ações. Isso ocorre, pois, **de um modo geral**, o custo do capital próprio é relativamente baixo frente aos custos dos outros instrumentos: o custo da dívida bancária é um pouco mais elevado (taxa de juros de longo prazo), o custo dos títulos de dívida um pouco mais elevado que os da dívida bancária (pagamento de juros acima da taxa básica de mercado – acima dos juros de títulos públicos – e elevados custos fixos da operação), assim como o custo da emissão de ações é mais elevado (elevados custos de entrada, acompanhados de custos fixos futuros) que os demais.

Deve-se considerar também que tais custos estarão ligados à realização das quase-rendas esperadas, que está relacionada ao crescimento econômico em geral e às perspectivas de investimentos futuros – condicionadas pelo grau de instabilidade da economia em questão. A demanda por recursos externos apresenta uma relação positiva e crescente com as duas variáveis mencionadas, pois conforme aumentam as necessidades de recursos, dadas as limitações de se usar recursos próprios, aumentará a demanda por recursos de terceiros. Então, outro elemento **fundamental, sendo ele o principal fator determinante da oferta de ações**, é a ocorrência de **crescimento econômico e estabilidade macroeconômica**.

Ao incorporar-se a evolução das condições do ambiente econômico ao longo do tempo neste modelo, assim como a existência de “restrições de balanço” (que serão discutidas mais abaixo), fica claro o caráter dinâmico da escolha estrutura de capital. Eichner⁶ argumenta que embora dívidas e ações possam ser vistas como substitutas no longo prazo, a curto prazo podem ser vistas como complementares – embora o autor não reconheça explicitamente no seu trabalho, este é um resultado direto do caráter destacado acima. O oligopolista buscaria, assim, uma relação ótima entre todos os instrumentos e a quantidade de recursos próprios que minimize limitações, riscos e desvantagens de cada um, assim como amplie a disponibilidade de recursos para o crescimento da firma:

⁶ Eichner (1976), pp.86.

(i) ao escolher dívida bancária ou emissão de títulos de dívida, o agente comprometerá necessariamente os fluxos de caixa futuros para o pagamento dos juros e principal: caso os fluxos de receita futura esperados não se verifiquem, existe a possibilidade do não-pagamento pela firma (ou da compressão, ou mesmo anulação, dos lucros esperados). Conforme o grau de alavancagem da firma aumente, maiores tendem a ser as taxas cobradas pelos bancos por novos empréstimos, devido ao aumento da probabilidade de inadimplência (maior a probabilidade das previsões de fluxos de receita não se confirmarem), e maiores as taxas de juros a serem pagas por novos títulos, visto que os agentes demandarão retornos maiores ao embutir um prêmio de risco maior ao valor do título (como visto na seção anterior). Num segundo momento, estes fatores implicarão um maior **custo** para as firmas.

(ii) independentemente dos riscos sistêmicos citados anteriormente, os instrumentos ligados ao mercado de capitais, títulos de dívida e ações, estão sujeitos a maior instabilidade de preços (principalmente no caso do último). Em especial, as firmas tendem a utilizar a emissão de ações somente em momentos prósperos do mercado, ou seja, onde há perspectiva de valorização de suas ações. A valorização permite o aumento do capital social e a redução do seu grau de alavancagem, tornando válida a constatação da complementaridade entre ações e dívida no curto prazo. Assim, um **terceiro elemento fundamental** está ligado às **condições do mercado financeiro**, que atuará como um **limitador exógeno** à obtenção de recursos pela firma.

(iii) num segundo momento, não apenas a decisão de investir determinará a demanda por financiamento e, conseqüentemente, a oferta de ações pela firma, mas esta poderá ser desencadeada em função da necessidade de redução do grau de alavancagem ou mesmo da recomposição do seu “*mix de funding*”, como mostrado logo acima. Em especial, em momentos de mudanças nas condições gerais do mercado financeiro, este último aspecto passa a ter grande peso nas decisões de emissão.

Por fim, vale citar que **outros elementos** influenciam esta decisão por parte da firma, mas **não** parecem ser **determinantes** da escolha das empresas, atuando como condicionantes acessórios⁷: (i) conflito de interesses ligados à perda de controle; (ii) assimetria de informação ligada ao sigilo de determinadas informações, que

⁷ Para maiores esclarecimentos ver MYERS, 2003, pp 216-247.

competitivamente podem ser importantes; (iii) custos de falência; (iv) custos de monitoramento.

1.2 – Características das Ações, do Mercado Acionário e Fatores de Risco

Os riscos a que as operações no mercado acionário estão associadas podem ser divididos em dois tipos: o primeiro diz respeito aos riscos *do ativo*, que envolvem riscos sistemáticos e riscos ligados a especificidades das ações (pagamento de dividendos, por exemplo), e o segundo aos riscos *do mercado* como um todo. Estes riscos condicionarão a dinâmica do mercado acionário, influenciando diretamente a demanda por ações e direta e indiretamente a oferta por ações, como já discutido nas seções anteriores.

1.2.1 – Riscos do Ativo

A seção anterior mostrou que a demanda por ações está condicionada aos atributos que cada ativo possui. São eles: os dividendos, líquidos dos custos de carregamento esperados, o grau de liquidez e os ganhos esperados de capital. Cada um destes atributos está ligado a riscos específicos, que serão analisados abaixo.

Contudo, existe uma espécie de risco, de natureza macroeconômica, que afeta os mercados financeiros de um modo geral⁸. Este risco pode ser chamado de risco sistemático e a ele está ligado, por exemplo, o comportamento das taxas de juros, taxas de inflação, taxa câmbio e do crescimento econômico. Os riscos de natureza macroeconômica estão ligados a um ambiente permeado de incertezas e instabilidade, afetando negativamente a demanda por ações (mas também por todos os ativos não-monetários, de um modo geral). Estes riscos podem ser encarados de duas formas distintas pelos agentes: primeiramente, afetam negativamente as expectativas de dividendos, ganhos de capital e aumentam a demanda por liquidez; em segundo lugar, levam os agentes a atribuir maiores prêmios de risco, reduzindo o preço de demanda pelo ativo em questão. Numa economia caracterizada por um ambiente onde há maior crescimento, assim como maior estabilidade das variáveis fundamentais (juros, câmbio e inflação), este risco toma uma dimensão menor.

⁸ Não pode ser “combatido” com a simples diversificação do portfólio.

O primeiro “tipo” de risco está associado às quase-rendas esperadas. Estas quase-rendas esperadas, proporcionadas pelas ações, tomam a forma de dividendos. Tais dividendos são nada mais que a parcela do lucro obtido pelas empresas em questão, elegível aos acionistas, dividida pelo número de ações subscritas. Sendo assim, como nada garante que a firma obterá a lucratividade esperada inicialmente, nada garante que as expectativas em relação aos dividendos sejam confirmadas – em outras palavras, nada garante a remuneração. A este aspecto estão relacionadas duas dimensões: por um lado, a expectativa em relação à obtenção de dividendos está ligada às condições e perspectivas do mercado específico no qual a empresa atua – qualquer choque neste mercado pode levar a um erro de previsão (seja no sentido de um ganho ou de uma perda); por outro lado, o próprio pagamento de dividendos está condicionado à política de dividendos praticada pela empresa, que pode mudar a qualquer momento (por exemplo, em virtude de novos planos de investimento, a empresa poderia decidir que distribuiria menos dividendos, para financiar os novos investimentos com os seus lucros retidos) – embora na prática haja certa rigidez. Estes fatores tornam este atributo essencialmente instável e podem representar riscos importantes em dadas condições de mercado⁹.

Ao grau de liquidez do ativo estão ligados riscos de que ele não seja realizável sem perdas a curto prazo ou mesmo que as expectativas em relação a esta capacidade de conversão sejam pessimistas. Este grau de liquidez se altera de acordo com os objetivos, avaliações e convenções estabelecidos pelos agentes. Em particular, o ativo será mais líquido quanto maior o volume de demanda, revelando uma intencionalidade dos agentes pela compra deste ativo (objetivo), assim como quanto maior é o grau de convergência das expectativas dos agentes em torno de uma tendência altista (ou neutra) quanto ao seu preço futuro (avaliação e convenção). De modo contrário, o ativo será menos líquido quanto pior a expectativa em torno da valorização do ativo e, conseqüentemente, quanto menor o volume de demanda por ele, assim como quanto menor é o grau de convergência das expectativas dos agentes em torno de qualquer tendência em relação ao seu preço futuro. Por fim, ressalta-se que as ações são ativos com algum grau de padronização (de um modo geral, todas as ações estão sujeitas às

⁹ Títulos de dívida, por exemplo, estabelecem em contrato a parcela a ser amortizada e os cupons pagos na forma de juros *a priori*, eliminando quaisquer dúvidas em relação a este valor por parte dos agentes – neste caso, o risco relativo ao atributo estaria ligado à capacidade de pagamento do devedor em questão.

mesmas condições de pagamento de dividendos, antes mencionados) e substitutibilidade, o que gera uma maior liquidez intrínseca, que estaria condicionada aos aspectos ressaltados acima.

Por fim, os riscos ligados aos ganhos de capital são conhecidos na literatura pelo nome de risco de mercado, isto é, o risco de perdas resultantes de variação dos preços de mercado do ativo em questão. Ainda que se possa atribuir probabilidades aos diversos preços que uma ação pode assumir, de modo a se calcular um valor esperado para o preço desta ação, fica claro que a possibilidade de erro e, no caso, perdas é muito grande. É possível listar alguns fatores que afetam este risco de mercado: (i) o grau de concentração da demanda – mercados mais concentrados significam movimentos mais bruscos de preços; (ii) o grau de liquidez do mercado secundário – mercados mais líquidos significam, grosso modo, maior possibilidade de variação de preços em qualquer sentido; (iii) existência de convenções e comportamentos de manada – caso seja estabelecida pelos agentes uma convenção em torno da valorização de uma ação, os negócios tendem a ocorrer de forma menos volátil, mais perto do “preço médio” do ativo, diminuindo o risco de variações bruscas de preços. Por fim, ressalta-se que este tipo de risco é eficientemente combatido com a diversificação do portfólio pelo agente.

Ressaltados estes aspectos, cabe destacar que a este risco está associada uma medida comumente utilizada pelos agentes presentes no mercado acionário: a volatilidade. A volatilidade de um ativo mede nada mais do que a amplitude de suas variações de preço em determinado espaço de tempo¹⁰. Um ativo com alta volatilidade indica que variações bruscas de preços podem ser recorrentes, dificultando a estimativa de um preço futuro e indicando, em determinado ambiente, maior probabilidade de perdas de capital (assim como noutro ambiente poderia indicar maior probabilidade de ganhos), inibindo assim a demanda por este ativo. Contudo, este resultado deve ser relativizado: investidores mais propensos a risco tendem a valorizar mais as possibilidades de ganhos de capital que a liquidez de um ativo, como ressaltado anteriormente, e tendem a demandar ativos que proporcionem maiores ganhos deste

¹⁰ Um indicador comumente utilizado para mensurar a volatilidade é o desvio-padrão das variações de determinada ação, em especial, o desvio-padrão das variações diárias de uma ação em determinado período de tempo (meses, trimestres, anos) anualizado (multiplicado pelo número médio de dias/meses de negociação num ano).

tipo, isto é, ativos de maior volatilidade. A inibição da demanda se restringe, portanto, aos investidores mais cautelosos.

I.2.2 – Riscos do Mercado

Enquanto a seção anterior discutiu os riscos específicos das ações, esta seção tem por objetivo discutir os riscos que afetam o mercado acionário como um todo (que são, grosso modo, uma releitura dos aspectos mencionados na seção anterior). Estes riscos estão associados a três principais aspectos: a concentração do mercado, seu grau de liquidez e a volatilidade do mercado. Ressalta-se que estes aspectos não são independentes; pelo contrário, estão intimamente relacionados, sendo a separação uma mera escolha metodológica para tornar a exposição mais clara.

A concentração do mercado acionário pode ocorrer tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda. Pelo lado da oferta, a concentração em grandes e poucas empresas, assim como a concentração do mercado em determinados setores, acaba por atrelar o comportamento do mercado como um todo a estas empresas. Existiria aí uma espécie de risco “sistêmico”¹¹: dado o peso de determinados agentes no mercado, caso algum problema seja verificado no interior de uma empresa, ou mesmo que este problema esteja relacionado a um setor específico, o mercado como um todo estaria sujeito aos reveses incorridos por estes agentes. Pelo lado da demanda, a concentração em grandes e poucos investidores possui influência direta sobre o grau de liquidez e sobre a volatilidade do mercado: de um lado, se um determinado agente possui grande parcela de um grupo de ações, as expectativas dos agentes em relação a probabilidade de conversão sem perdas destas ações diminui sensivelmente, o que contribui para uma menor liquidez; por outro lado, sendo a demanda concentrada, a possibilidade de que o agente influencie bruscamente os preços aumenta, contribuindo para uma maior volatilidade potencial. Vale notar, por fim, que a concentração é uma característica essencialmente estrutural do mercado.

Já o grau de liquidez de um mercado está ligado tanto a fatores estruturais como conjunturais. O primeiro está ligado às características do mercado secundário no qual tal

¹¹ Risco sistêmico é o risco de que um choque numa parte limitada do sistema se propague por todo ele.

ativo é transacionado, enquanto o segundo às características dos próprios ativos, já destacadas na seção anterior.

O grau de liquidez estrutural de um mercado pode ser medido em função das características fundamentais do mesmo. Em particular, o que importa é a existência de um mercado secundário que suporte transações recorrentes, assim como a absorção do ativo sem grandes demoras ou perdas para os agentes. Davidson (1972, pp. 87) destaca que os mercados secundários serão tanto mais profundos quanto: mais padronizados forem os ativos, maior a substitutibilidade entre eles, maior for o estoque de ativos em relação ao fluxo transacionado e maior a presença de *market-makers* (agentes que atuam como compradores ou vendedores residuais quando preciso). Neste sentido, o mercado de ações pode ser considerado, de um modo geral, um mercado relativamente líquido (quando comparado ao mercado de título de dívida, por exemplo), já que os ativos nele transacionados apresentam um bom grau de padronização e substitutibilidade.

O grau de liquidez conjuntural está ligado à especificidade dos ativos, como destacado na seção acima. Recapitulando, o grau de liquidez se altera de acordo com os objetivos, avaliações e convenções estabelecidos pelos agentes em torno dos preços e condições do mercado. Isto pode ocorrer em relação a uma determinada ação, mas também ao conjunto de todas as ações presentes num mesmo mercado. Particularmente, momentos de menor incerteza e maior estabilidade macroeconômica favorecem o aumento do grau de liquidez dos mercados acionários ao estimularem a demanda por ações, em detrimento da demanda por moeda. O que caracteriza este quadro é um elevado e/ou crescente volume negociado no mercado acompanhado de um crescimento do índice de preços das ações deste mercado.

Por fim, a volatilidade de um mercado, que também apresenta características conjunturais e estruturais, é, como já tratado, uma medida de dispersão das variações dos preços dos ativos nele transacionados. Ela é resultado de três principais fatores: o grau de convergência das expectativas, o grau de concentração do mercado em grandes investidores e um quadro de baixa liquidez de grande parte dos ativos negociados no período. Um mercado caracterizado por alta volatilidade tende a ser um mercado mais especulativo, onde os investidores tendem a olhar os ganhos de capital como principal fonte de receita, implicando numa tendência de operações curto-prazistas. Este quadro,

ainda que seja um quadro potencialmente instável (ou seja, sujeito a mudanças), desfavorece uma expansão mais sustentada de um mercado acionário, dada a sua característica de oferecer rendimentos no longo prazo.

1.3 – Síntese/Conclusões

Na primeira seção deste capítulo buscou-se demonstrar de que forma a dinâmica do mercado acionário funciona, com agentes demandando ações em virtude dos rendimentos (líquidos corrigidos pelo risco), ganhos de capital e liquidez oferecidos, e agentes ofertando ações em função dos custos, do ambiente e das condições presentes no mercado ao longo do tempo.

Já na segunda seção, demonstrou-se que a operação nos mercados acionários está associada a determinados tipos de risco: riscos sistemáticos, riscos de dividendos, riscos de variações de preços e riscos associados a liquidez. Considerando o mercado como um todo, conclui-se que em mercados onde existe maior concentração, menor liquidez e maior volatilidade (isto é, um mercado com riscos elevados), a expansão da demanda tende a ser limitada, limitando futuramente a oferta de ações. Desta forma, em mercados como esse, momentos de expansão tendem a ser passageiros e o mercado pode passar a não cumprir uma de suas funções básicas: fornecer recursos para as empresas operarem e investirem.

Estabelecidos estes pontos, passa-se a analisar o caso brasileiro no período 2004-2008, considerando inicialmente o contexto e a forma na qual ocorreu a expansão e posteriormente uma análise de indicadores de risco neste período, a fim de caracterizar a expansão como mais/menos sustentável.

Capítulo II: Contextualização e Evolução do Mercado Acionário Brasileiro

No capítulo anterior buscou-se demonstrar que o crescimento econômico, o nível de investimento e as taxas de juros, dentre outras variáveis, condicionam diretamente o comportamento dos mercados de ações, ao estimularem/desestimularem a demanda e a oferta destes ativos. Ainda neste sentido, deve ser considerado outro elemento: o ambiente institucional, isto é, o conjunto de regras gerais que condicionam as próprias condições econômicas. Por exemplo, numa economia com amplos controles de capitais a demanda de investidores estrangeiros por ações pode ser irrisória, sendo o comportamento da economia internacional irrelevante para explicar a evolução deste mercado; por outro lado, em economias abertas, como é o caso da brasileira, o comportamento da economia internacional pode ser extremamente importante para explicar a evolução do mercado.

A década de 1990 representou a consolidação da estabilidade de preços, com perspectivas de retomada da atividade econômica, assim como foi marcada pelo amplo processo de liberalização financeira e comercial. Esta década prometia, então, marcar a retomada do crescimento do Mercado de Capitais e do MAB após cerca de duas décadas de estagnação. No entanto, o “boom” que ocorreu nestes mercados se estendeu apenas de 1995 a 1998, podendo ser considerado mais um “espasmo” do que uma recuperação de fato. As crises asiáticas e russa, que culminaram na crise cambial brasileira, levaram o MAB a uma forte retração e a um novo período de estagnação, que durou de 1999 a 2003. A recuperação só acontece a partir de 2004, quando o mercado encontra seu período de maior prosperidade na história.

Este capítulo tem por objetivo principal analisar o desempenho do MAB no período recente (2004-2008), passando também por períodos anteriores, de modo a definir uma base comparativa para destacar quão forte foi a expansão, bem como mostrar mais claramente as mudanças ocorridas, neste último período. Neste sentido, cabe discutir primeiramente as condições do ambiente econômico por trás de cada período, focando três principais fatores: (i) o ambiente macroeconômico externo; (ii) o ambiente macroeconômico doméstico; (iii) o ambiente institucional no qual o mercado esteve inserido. Em seguida, discute-se o comportamento do MAB em si, confrontando-

o com o próprio mercado de capitais. Busca-se analisar a evolução das emissões primárias e secundárias ao longo do tempo, o volume negociado neste mercado, dentre outros aspectos mais específicos.

O capítulo está dividido, então, em quatro partes, além desta introdução. A primeira diz respeito ao período 1990-1998, que aborda basicamente o início do processo de liberalização financeira e a estabilização de preços; a segunda compreende o período 1999-2003, com destaque para a adoção do regime de câmbio flutuante e a instituição dos níveis de governança corporativa diferenciada pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); o terceiro discute o período 2004-2008, com o foco sobre a evolução do MAB. Por fim, a conclusão busca sintetizar os argumentos desenvolvidos ao longo do capítulo, de modo a subsidiar a discussão do Capítulo III.

II.1 – Antecedentes

Algumas mudanças institucionais contribuíram para a forte expansão do período 2004-2008 (ainda que não tenham sido determinantes), mas ocorreram bem antes, num processo contínuo da liberalização financeira e comercial iniciado no final da década de 1980. No entanto, dadas as condições do ambiente macroeconômico interno e externo pré-2004, estas mudanças tiveram impactos limitados sobre a evolução do Mercado Acionário Brasileiro (MAB) até o período mais recente (2004-2008).

Após a conclusão do Plano Real em 1994, o mercado acionário ensaiou uma forte recuperação nos anos de 1995-1997, com até então inéditos volumes de emissão primária e negociação, mas em 1998 já dava sinais de forte desaceleração. As crises internacionais, que culminaram na crise cambial brasileira interromperam o fluxo internacional de capitais, principalmente para países emergentes (como é o caso do Brasil), gerando uma forte estagnação dos mercados acionários destes países nos anos seguintes.

II.1.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional

O processo de liberalização financeira brasileiro se iniciou ao final da década de 1980, com a edição da Resolução 1.289 do Conselho Monetário Nacional (CMN)

editada em 19 de março de 1987¹², que autorizava o ingresso de capital estrangeiro no mercado de capitais (aquisição de ações e debêntures) mediante registro em determinado tipo de sociedade (regulamentadas pelos anexos I, II e III à esta resolução) de acordo com as possibilidades de composição e diversificação da carteira exigidas pela Resolução, assim como desonerava (completamente) estes capitais do pagamento do imposto sobre operações financeiras (IOF) e do imposto de renda sobre ganhos de capital.

Ainda neste sentido, a principal¹³ medida adotada foi editada em maio de 1991 pela Resolução 1.832 do CMN, criando o anexo IV à resolução 1.289/1987. Esta medida permitiu o ingresso direto de investidores institucionais¹⁴, eliminando a necessidade de constituir uma “sociedade específica” (isto é, uma nova pessoa jurídica) – possibilitando a negociação direta no mercado de capitais e reduzindo os possíveis custos legais para o ingresso (custos de se constituir a pessoa jurídica). Outro aspecto a ser destacado é a maior flexibilidade na composição das carteiras exigida, permitindo a estes investidores adquirir outros valores mobiliários, além de ações e debêntures¹⁵. Por fim, as condições de tributação ficaram mantidas as mesmas, com isenção total dos impostos acima citados.

A capacidade do anexo IV de atrair capitais externos foi limitada durante boa parte do período seguinte a sua implementação devido às condições instáveis da economia brasileira, que ainda vivia um processo de hiperinflação e fraca atividade econômica (ainda que houvesse uma melhora das contas públicas) – Tabela II.1, muito embora já houvesse uma retomada do crescimento nos países centrais e da liquidez internacional (fortemente abalada após as moratórias da década de 1980) – Tabela II.2.

Tabela II.1 – Brasil: Indicadores Macroeconômicos Selecionados 1990-1998

¹² Assim como com a desregulamentação bancária de 1988, que não será tratada neste presente trabalho.

¹³ Outras medidas relevantes foram tomadas, mas não são objeto deste trabalho. Para uma discussão mais acurada sobre o assunto, ver HERMANN (2002b), Capítulo 8.

¹⁴ Instituições financeiras, fundos de investimento, fundos de pensão e companhias de seguro.

¹⁵ Permitia a “aquisição de valores mobiliários de companhias abertas” (HERMANN, 2002b, pp. 270).

Indicadores	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Inflação (IPCA) (% a.a.)	Taxa Selic Real ¹ (% a.a.)	Contas Públicas (% PIB)			Contas Externas (US\$ Milhões)				Taxa de Câmbio Var. Real ¹ (% a.a.)
				NFSP ² Nominal	Primário	Dív. Líq. do Set. Público ³	Reservas ³ (Liq. Internac.)	Balço de Pagamentos Saldo	Conta de Capital	Trans. Corr.	
1990	-4,4	1.621	-27,2	30,2	-4,7	nd	9.973	481	4.592	-3.784	40
1991	1,0	473	11,2	26,8	-2,7	38,1	9.406	-369	163	-1.407	-30
1992	-0,5	1.119	35,3	45,8	-1,6	37,1	23.754	14.670	9.947	6.109	31
1993	4,9	2.477	22,6	64,8	-2,2	32,6	32.211	8.709	10.495	-676	-22
1994	5,9	916	23,3	27,0	-5,6	30,0	38.806	7.215	8.692	-1.811	95
1995	4,2	22,4	25,1	7,3	-0,3	28,0	51.840	12.919	29.095	-18.384	-10,2
1996	2,2	9,6	16,3	5,9	0,1	30,7	60.110	8.666	33.968	-23.502	-0,5
1997	3,4	5,2	18,8	6,1	1,0	31,8	52.173	-7.907	25.800	-30.452	2,0
1998	0,0	1,7	27,4	7,9	0,0	38,9	44.556	-7.970	29.702	-33.416	5,7

Fonte: Banco Central do Brasil.

1. Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.

2. NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado. Sinal negativo indica superávit.

3. Dados de dezembro de cada ano.

Tabela II.2 – Mundo: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 1990-1998

Data	Estados Unidos			Japão			Inglaterra		
	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Taxa de Juros (% a.a.)	Trans. Corr. % PIB	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Taxa de Juros (% a.a.)	Trans. Corr. % PIB	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Taxa de Juros (% a.a.)	Trans. Corr. % PIB
1990	1,9	8,1	-1,4	5,2	7,4	1,4	0,8	14,7	-3,8
1991	-0,2	5,7	0,0	3,4	7,5	2,0	-1,4	11,6	-1,8
1992	3,3	3,5	-0,8	1,0	4,7	3,0	0,1	9,4	-2,1
1993	2,7	3,0	-1,3	0,2	3,1	3,0	2,2	5,9	-1,9
1994	4,0	4,2	-1,7	1,1	2,2	2,7	4,3	4,9	-1,0
1995	2,5	5,8	-1,5	2,0	1,2	2,1	3,0	6,1	-1,2
1996	3,7	5,3	-1,6	2,7	0,5	1,4	2,9	6,0	-0,8
1997	4,5	5,5	-1,7	1,6	0,5	2,3	3,3	6,6	-0,1
1998	4,2	5,4	-2,4	-2,0	0,4	3,1	3,6	7,2	-0,4

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI (World Economic Outlook Database).

Este quadro só foi superado a partir de 1995: com a adoção do Plano Real, que obteve um enorme sucesso na estabilização de preços, e do mecanismo de âncora cambial, assim como pela conclusão do processo de renegociação da dívida externa brasileira (1994) com base no Plano Brady, que securitizou e reestruturou a dívida, o ambiente macroeconômico interno pode gozar de maior estabilidade. No plano externo, a diminuição das taxas de juros norte-americanas num primeiro momento, a explosão do mercado acionário deste país e o crescimento econômico gerado por estes e outros fatores contribuíram para uma forte retomada do crescimento e da liquidez internacionais. Estes fatores contribuíram para uma boa recuperação do mercado acionário, estagnado desde a década de 1970 (os números serão analisados abaixo). Contudo, este período pode ser considerado breve, dada a sucessão de crises e

complicações pelas quais a economia internacional e a brasileira iriam passar em seguida.

O primeiro país a passar por dificuldades cambiais foi o México, em 1995, gerando breve ataque especulativo no Brasil, rapidamente superado. Em seguida, os “Tigres asiáticos” passaram por fortes movimentos especulativos contra suas moedas pois, em geral, estes países possuíam fortes déficits em conta-corrente: Tailândia, Indonésia, Filipinas, Malásia e Coréia, respectivamente, a partir de meados de 1997; a exceção ficou por conta de Hong Kong, que embora gozasse de boa situação macroeconômica (principalmente o fato de ter déficits mais moderados em conta-corrente e bons resultados no balanço de pagamentos), foi obrigado a abandonar o regime de câmbio fixo depois de sofrer um forte ataque especulativo, iniciado a partir da perspectiva de perda de competitividade de suas exportações, devido a forte desvalorização das moedas de seus vizinhos.

As dificuldades dos Tigres, somadas à crise russa e ao aprofundamento da crise bancária japonesa (que por si só geraram forte deterioração da liquidez internacional e forte fuga de capitais dos países emergentes), assim como a contínua elevação do déficit em conta-corrente brasileiro e do aumento do déficit nas contas públicas divulgado no primeiro semestre de 1998, geraram um fortíssimo ataque especulativo contra o real, culminando na crise cambial brasileira no final deste ano. A crise gerou forte interrupção do fluxo de capitais para o país e inaugurou um novo período de estagnação do MAB.

II.1.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB)

Dado este panorama, o MAB apresentou 3 fases durante o período 1990-1998: a primeira que vai de 1990-1994 onde há uma certa estagnação/leve crescimento, a segunda de 1995-1997, onde ocorre um crescimento mais robusto do mercado, e a terceira em 1998, onde o mercado começa a se retrair em função da instabilidade gerada pelas crises descritas acima.

Como pode ser observado na Tabela II.3, a média das emissões primárias no período 1990-94 girava em torno de US\$ 1.072 milhões (1,2% da Formação Bruta de Capital Fixo), enquanto no período seguinte (1995-1997) ficou em torno de US\$ 4.978

milhões (3,4% da FBCF), o que representa um crescimento de 364,4% (ou 2,2 p.p. da FBCF). Este desempenho, contudo, deve ser relativizado: em 1996 (maio), uma única operação realizada pelo Banco do Brasil movimentou US\$ 8.035 milhões, o que gerou uma forte distorção nos dados. Sem esta operação, a média anual do período 1995-97 cai para US\$ 2.300 milhões (1,6% da FBCF) e o crescimento cai para 114,6% (ou 0,4 p.p. da FBCF). Vale notar que em 1998 já existe uma leve queda em relação ao período anterior, aprofundada nos anos seguintes.

Os números de companhias abertas e de companhias listadas na Bovespa atingiram os picos históricos de 962 e 536, respectivamente, no ano de 1997, mas após a edição da Instrução 287/1998 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que promoveu mudanças nas regras para registro, suspensão e cancelamento de companhias abertas, tornando os critérios para abertura e manutenção de companhias abertas mais rigorosos, iniciou-se um longo período de contínua queda nestes números (superado apenas a partir de 2006).

Tabela II.3 – MAB: Indicadores Seleccionados 1990-98 – US\$ Milhões

Período	Emissões Primárias				Volume Negocia do ² (B)	Ibovespa em US\$ (?% a.a.)	Valor de Mercado			
	Ações (A)	% Total sobre:		Tít. de Dívida			US\$ Milhões	% do PIB		
		FBCF	PIB							
1990*	590	0,6	0,1	1.142	1.732	4.731	8,0	-72,7	17.035	3,8
1991*	724	1,0	0,2	1.035	1.759	8.472	11,7	288,6	48.666	12,6
1992	1.068	1,5	0,3	390	1.458	18.290	17,1	-3,7	49.694	13,3
1993	1.005	1,2	0,2	2.181	3.186	38.553	38,4	111,2	114.212	26,5
1994	1.972	1,7	0,4	3.622	5.594	88.267	44,8	59,6	188.591	33,6
1995	2.111	1,5	0,3	7.523	9.634	62.892	29,8	-13,9	148.208	20,3
1996	9.168	6,4	1,1	8.474	17.643	92.217	10,1	53,2	217.366	26,7
1997	3.655	2,4	0,4	11.945	15.601	207.999	56,9	34,9	256.052	30,4
1998	3.495	2,5	0,4	20.158	23.652	164.043	46,9	-38,5	161.274	19,9
Média 90-94	1.072	1,2	0,2	1.674	2.746	31.663	24,0	76,6	83.640	18,0
Média 95-97	4.978	3,4	0,6	9.314	14.293	121.036	32,3	24,7	207.208	25,8
Média 95-98	4.607	3,2	0,5	12.025	16.633	131.788	35,9	8,9	195.725	24,3

Fonte: Informativo CVM.

1. MKB = Mercado de Capitais Brasileiro.

2. Inclui: ações; certificados de depósitos de ações; e distribuições secundárias de ações.

* Exclui da amostra as emissões das empresas Consul (1990) e Master e Sade Vigesa (1991), que foram atípicas

Já o volume negociado no mercado secundário se expande 282,3%, passando de uma média de US\$ 31,7 bilhões em 1990-1994 para US\$ 121,0 bilhões em 1995-1997. O índice Ibovespa se valoriza fortemente, a uma média de 57,2% no período 1990-1997 (chegando a 10.511 pontos neste último ano), e o valor de mercado das companhias

abertas atinge US\$ 256 bilhões em 1997. Da mesma forma que no mercado primário, ocorre uma retração em 1998: o volume cai para US\$ 164,0 bilhões em 1998 contra US\$ 208,0 bilhões no ano de 1997, o Ibovespa se desvaloriza 38,5% e o valor de mercado cai 37,0%, para US\$ 161 bilhões.

O desempenho do período até 1998 foi amplamente favorecido pela edição do anexo IV, com ampliação da participação de investidores estrangeiros: o volume negociado de recursos por estes investidores sai de US\$ 355 milhões em 1990 para US\$ 60 bilhões em 1997, caindo para US\$ 47 bilhões em 1998¹⁶. A partir de 1998, no entanto, as condições de instabilidade nos países centrais e nos mercados de capitais internacionais implicam numa diminuição dos fluxos de capitais para o Brasil (assim como para os demais emergentes), bem como ocorre uma forte retirada de recursos da bolsa, inaugurando a fase seguinte de estagnação do mercado.

II.2 – O período 1999-2003

O período de 1999-2003 é marcado por forte instabilidade macroeconômica tanto no plano interno quanto externo, originada no período anterior, assim como por uma mudança no ambiente institucional com a instituição do câmbio flutuante, além da continuação do processo de liberalização financeira já iniciado e da instituição dos segmentos diferenciados de governança corporativa no MAB (estes últimos elementos, particularmente importantes para explicar o “boom” do período seguinte). Neste período o MAB viveu uma época de estagnação, com baixíssimos números de operações e de seus volumes no mercado primário, assim como forte retração do mercado secundário tanto em termos de valorização quanto de volume negociado.

II.2.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional

As crises asiáticas, russa e brasileira inauguram um período de forte instabilidade macroeconômica no plano internacional, bem como uma forte diminuição dos fluxos internacionais de comércio e capitais e da liquidez internacional. Nos Estados Unidos, o “estouro” da bolha de preços das ações de empresas de tecnologia na bolsa eletrônica Nasdaq leva a uma forte retração do mercado acionário americano

¹⁶ Este número se amplia para US\$ 71 bilhões em 1997 e US\$ 55 bilhões em 1998 se considerarmos as *Depositary Receipts*.

(crise das companhias ponto-com), contribuindo para uma desaceleração das taxas de crescimento econômico, aprofundada após os ataques de 11 de setembro de 2001 – a dinâmica das economias europeias também segue este cronograma. No Japão, chega-se ao fundo da crise bancária, com taxas de crescimento próximas de zero em alguns anos, ainda que as taxas de juros reais fossem negativas.

Tabela II.4 – Mundo: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 1999-2003

Data	Estados Unidos			Japão			China		
	PIB Cresc.	Taxa de	Trans.	PIB Cresc.	Taxa de	Trans.	PIB Cresc.	Taxa de	Trans.
	Real (% a.a.)	Juros (% a.a.)	Corr. % PIB	Real (% a.a.)	Juros (% a.a.)	Corr. % PIB	Real (% a.a.)	Juros (% a.a.)	Corr. % PIB
1999	4,5	5,0	-3,2	-0,1	0,1	2,6	7,6	5,8	1,4
2000	3,7	6,2	-4,3	2,9	0,1	2,6	8,4	7,1	1,7
2001	0,8	3,9	-3,8	0,2	0,1	2,1	8,3	2,7	1,3
2002	1,6	1,7	-4,4	0,3	0,0	2,9	9,1	1,5	2,4
2003	2,5	1,1	-4,8	1,4	0,0	3,2	10,0	0,1	2,8
95-98 ¹	3,7	5,5	-1,8	1,1	0,6	2,2	9,5	5,3	2,0
99-03 ¹	2,6	3,6	-4,1	0,9	0,0	2,7	8,7	3,4	1,9

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI (World Economic Outlook Database).

1. Média no período.

Desta forma, para a maioria dos países emergentes, como o Brasil (à exceção da China – Tabela II.4), vigora um período de dificuldades com os balanços de pagamentos, em função da diminuição do comércio, que prejudicou as receitas dos países exportadores de *commodities*, e do fluxo de capitais internacionais, e um crescimento errático, do tipo *stop-and-go*. Este período marca também o rearranjo institucional nestes países quanto ao modelo de arranjo cambial, que passa de administrado a flutuante.

No Brasil, o modelo adotado pelo Plano Real é substituído por um modelo claramente ortodoxo¹⁷: a âncora cambial é substituída pela livre flutuação cambial (ampliando, neste sentido, o processo de liberalização) e a âncora para as expectativas dos agentes econômicos passa a ser a meta de inflação perseguida pelo Banco Central do Brasil (BCB), institucionalizada por meio do “regime de metas de inflação” (implementado a partir de julho de 1999). No plano fiscal, é aprovada a Lei de

¹⁷ Ainda que tenha havido uma mudança no quadro institucional relacionada à implementação das políticas fiscal e monetária na direção de um quadro ortodoxo, na prática, a condução destas políticas já seguia esta corrente desde o início da década.

Diretrizes Orçamentárias estabelecendo um compromisso com o equilíbrio fiscal, assim como são adotadas metas para o superávit primário.

O principal destaque em relação ao quadro institucional no que tange ao mercado de capitais, no entanto, fica por conta da edição da Resolução 2.689/2000 do CMN. Esta Resolução suspende os anexos à Resolução 1.289/1987 tratados na seção anterior (à exceção do anexo III), permitindo que os investidores estrangeiros aplicassem em todos os mercados financeiros disponíveis para os investidores residentes (salvo o mercado de balcão), desde que operassem através de qualquer instituição financeira autorizada a operar câmbio e mediante o registro no BCB para renda fixa, ou na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para renda variável. A Resolução permitiu aos investidores estrangeiros que transitassem livremente entre as modalidades sem a necessidade de retirada e reingresso de recursos (sujeitos à taxação), eliminando a segmentação do mercado. Embora esta medida não tenha tido um impacto importante sobre a entrada de recursos no país no período em questão, dadas as condições já descritas dos mercados internacionais, ela foi fundamental para a expansão do período seguinte, como será analisado na seção II.3.

Tabela II.5 – Brasil: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 1999-2003

Indicadores	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Inflação (IPCA) (% a.a.)	Taxa Selic Real ¹ (% a.a.)	Contas Públicas (% PIB)			Contas Externas (US\$ Milhões)			Taxa de Câmbio Var. Real ¹ (% a.a.)	
				NFSP ² Nominal	Primário	Dív. Líq. do Set. Público ³	Reservas ³ (Liq. Internac.)	Balanco de Pagamentos Saldo	Conta de Capital		Trans. Corr.
1999	0,3	8,9	15,9	10,0	-3,2	44,5	36.342	-7.822	17.319	-25.335	47,6
2000	4,3	6,0	11,0	4,5	-3,5	45,5	33.011	-2.262	19.326	-24.225	-8,3
2001	1,3	7,7	9,5	4,8	-3,4	48,4	35.866	3.307	27.052	-23.215	20,8
2002	2,7	12,5	5,3	9,4	-3,6	50,5	37.823	302	8.004	-7.637	10,7
2003	1,2	9,3	12,9	3,3	-3,9	52,4	49.296	8.496	5.111	4.177	-3,9
95-98 ⁴	2,4	9,7	21,9	6,8	0,2	32,4	52.170	1.427	29.641	-26.439	-0,8
99-03 ⁴	1,9	8,9	10,9	6,4	-3,5	48,3	38.468	404	15.362	-15.247	13,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

1. Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.

2. NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado. Sinal negativo indica superávit.

3. Dados de dezembro de cada ano.

4. Média no período.

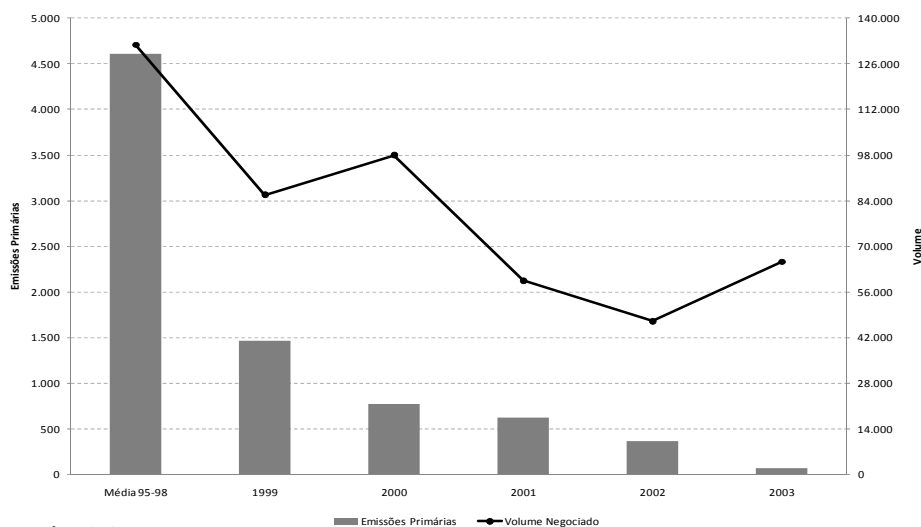
A média de crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB) passa de 2,4% no período anterior, 1995-1998, para 1,9% em 1999-2003, enquanto a dívida líquida do setor público sobe 15,9 p.p. em relação ao PIB, atingindo 52,4% em 2003, e o nível de reservas internacionais cai de US\$ 52 bilhões para US\$ 39 bilhões em média – Tabela

II.5. A crise da oferta de energia elétrica em 2001 e o impacto/incerteza da eleição de 2002 (incertezas em relação à condução da economia pelo Presidente Lula a partir de 2003), são só mais dois momentos deste longo (5 anos) quadro de instabilidade e de fortes incertezas no qual a economia brasileira esteve inserida.

II.2.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB)

As condições descritas acima levaram o MAB a viver um período de estagnação, com baixíssimos números de operações e de seus volumes no mercado primário, assim como uma forte retração do mercado secundário tanto em termos de valorização quanto de volume negociado. Por um lado, as perspectivas de investimento e crescimento econômico levaram os agentes a demandar e ofertar menos ações, enquanto por outro, as condições de liquidez do mercado pioraram sensivelmente, inibindo a demanda e atuando como limitador exógeno à oferta destes ativos.

Gráfico II.2 – Emissões Primárias e Volume Negociado (US\$ Milhões) – 1999-2003



Fonte: Informativo CVM.

Como pode ser observado no Gráfico II.2, as emissões primárias despencaram em relação ao período anterior (chegando a meros US\$ 74 milhões em 2003), caindo em média 85,6% no período – o percentual em relação a FBCF cai para 0,2% em 2003 e para uma média de 2,5 p.p. no período. O número de operações, que nos quatro anos anteriores (1995-98) havia sido de 96 – uma média de 24 operações/ano, caiu para 28 no período 1999-2003 (uma média de 5,6 operações/ano). Já no mercado secundário, a

média do volume negociado cai à cerca da metade (-46,0%) no comparativo dos períodos, ilustrando o quadro de menor liquidez do mercado, e o índice Ibovespa se desvaloriza 35,8% em dólares entre 1998 e 2003.

O saldo médio anual dos investimentos externos em carteira recuou apenas 7,9% no período 1999-2003 (em relação à média dos anos 1995-98), mas houve significativa queda nos fluxos médios de compra e venda de ações movimentados por estes investidores nos dois períodos (-47,0%), o que influenciou fortemente a queda no volume negociado constatada acima. O fato do fluxo líquido de recursos externos ter se reduzido tão pouco se deve unicamente à divisão dos períodos estabelecida neste trabalho: a maciça saída relativa de recursos devido às crises asiáticas, já se iniciou no ano de 1997 e se intensificou em 1998, enquanto que a recuperação da entrada de recursos já ocorre no ano de 2003 (após o primeiro governo Lula garantir a continuidade do modelo de gestão macroeconômica adotado no segundo governo Fernando Henrique).

Por fim, destaca-se que algumas medidas de regulação específicas para o mercado de ações ocorreram no período, mas que, dado o quadro acima analisado, só tiveram efeitos diretos no período seguinte (2004-08): (i) a modificação da lei das Sociedades Anônimas ocorrida em outubro de 2001 (lei nº 10.303/2001), que ampliou os direitos dos acionistas minoritários no âmbito da proteção ao investidor; (ii) a instituição das listagens diferenciadas de Governança Corporativa pela Bovespa em dezembro de 2000¹⁸; (iii) regulamentação da atividade dos *market-makers* (Instrução nº 384/2003 da CVM).

II.3 – O período 2004-2008

No período 2004-2008, o quadro de crescimento errático e forte instabilidade macroeconômica tanto no plano interno quanto externo dá lugar a um novo ciclo de crescimento mundial, ampliação da liquidez internacional e estabilidade das expectativas (consenso em torno da retomada). Neste período o mercado de ações brasileiro viveu sua fase mais próspera na história, com altos números de operações e

¹⁸ Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, cada qual diferindo em relação às exigências e compromissos de governança corporativa.

volume no mercado primário, assim como forte aumento volume negociado no mercado secundário e da valorização destes ativos.

II.3.1 – Contextualização: Ambiente Macroeconômico e Institucional

O quadro de instabilidade macroeconômica externo e interno se reverte a partir de 2004 (na realidade, a partir da metade de 2003), quando se inicia um novo ciclo de expansão da economia mundial. Este processo foi desencadeado por uma conjunção de fatores.

Por um lado, ocorre um reforço das políticas expansionistas nos Estados Unidos, já iniciadas desde o *crash* da Nasdaq em 2000, principalmente após os atentados de 11 de setembro de 2001: as taxas de juros caem significativamente, de cerca de 6,5% a.a. em 2001 para 1,1% em 2003 (Tabela II.4) e são mantidas neste patamar até 2004, assim como os impostos, e os gastos públicos aumentam significativamente (em parte devido à guerra ao terrorismo). Esta política levou a uma recuperação da economia americana, que já em 2004 cresceu 3,6% (Tabela II.6), e do mercado de capitais deste país, iniciando um novo e forte ciclo de expansão do consumo e de investimentos.

Tabela II.6 – Mundo: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 2004-2008

Data	Estados Unidos			China			Mundo	
	PIB Cresc. Real (%)	Taxa de Juros (%)	Trans. % Corr. % PIB	PIB Cresc. Real (%)	Taxa de Juros (%)	Trans. % Corr. % PIB	PIB Cresc. Real (%)	Reservas Internacio nais ¹
	a.a.)	a.a.)		a.a.)	a.a.)		a.a.)	
2004	3,6	1,4	-5,3	10,1	3,3	3,6	4,9	3.867
2005	2,9	3,2	-5,9	10,4	3,3	7,2	4,5	4.244
2006	2,8	5,0	-6,0	11,6	3,3	9,4	5,1	5.091
2007	2,0	5,0	-5,3	11,9	3,3	11,3	5,2	6.450
2008	1,6	1,9	-4,6	9,7	2,8	9,5	3,2	6.771
99-03 ²	2,6	3,6	-4,1	8,7	3,4	1,9	3,4	2.346
04-07 ²	2,8	3,6	-5,6	11,0	3,3	7,9	4,9	4.913
04-08 ²	2,6	3,3	-5,4	10,7	3,2	8,2	4,6	5.284

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FMI (World Economic Outlook Database).

1. US\$ Bilhões

2. Média no período.

Por outro lado, a China lança um enorme e ambicioso programa de investimentos públicos (basicamente em infra-estrutura) e opta por manter sua taxa de câmbio fixa em relação ao dólar (que se depreciou fortemente nos mercados internacionais após o *crash* e os atentados), o que gerou um forte viés exportador dada a

sobre-desvalorização virtual da moeda chinesa. Estes fatores permitiram uma forte aceleração da atividade chinesa que cresceu acima de dois dígitos na maior parte do período (Tabela II.6).

A nova dinâmica da economia mundial passou a funcionar da seguinte forma: o mercado consumidor norte-americano se recuperou rapidamente, forçando também um aumento das importações (vide o crescimento do déficit de transações correntes – Tabela II.6). Estas importações norte-americanas passaram a ser providas pelas economias emergentes, especialmente a chinesa (seu saldo em transações correntes salta de uma média de 1,9% do PIB no período anterior – 1999-2003 – para 8,2% na média de 2004-08). Esta também demandava fortemente produtos e matérias-primas dos demais países emergentes – em especial, a aquecida demanda por *commodities* e a especulação ocorrida nos mercados internacionais destas mercadorias elevaram fortemente seus preços.

A ampliação dos níveis de comércio, as perspectivas de crescimento mundial e o crescimento do mercado de capitais norte-americano levaram a um forte aumento da liquidez internacional e do fluxo de capitais para os países emergentes, como o Brasil (que passou por amplo processo de liberalização econômico-financeira). Os mercados de capitais, especialmente o mercado de ações no caso brasileiro, viveram durante este período um ótimo momento. Este quadro só foi interrompido pela crise financeira internacional, iniciada no segmento *subprime* do crédito imobiliário nos EUA, em meados de 2007. A nova crise gerou forte retração dos fluxos internacionais de capitais, principalmente para países emergentes e do comércio internacional em 2008, marcando um novo início de uma fase de incertezas na economia mundial.

No Brasil o desempenho seguiu fortemente o ritmo externo, dada a significativa melhora das contas externas, onde o saldo de transações correntes foi positivo na maior parte do período (frente a déficits médios de US\$ 15 bilhões no período anterior), puxado pela forte expansão das exportações. A conta de capital passa a registrar forte ingresso de recursos a partir de 2006 e o balanço de pagamentos passa a ter saldos significativos e crescentes. As reservas internacionais se ampliam de US\$ 85,8 bilhões em 2006 para US\$ 180,3 bilhões no ano seguinte.

Tabela II.7 – Brasil: Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 2004-2008

Indicadores	PIB Cresc. Real (% a.a.)	Inflação (IPCA) (% a.a.)	Taxa Selic Real ¹ (% a.a.)	Contas Públicas (% PIB)			Contas Externas (US\$ Milhões)			Taxa de Câmbio Var. Real ¹ (% a.a.)	
				NFSP ² Nomi- nal	Primá- rio	Dív. Líq. do Set. Público ³	Reservas ³ (Liq. Internac.)	Balanco de Pagamentos Saldo	Conta de Capital		Trans. Corr.
2004	5,7	7,6	8,0	2,3	-4,2	47,0	52.935	2.244	-7.523	11.679	-11,7
2005	3,2	5,7	12,6	2,8	-4,4	46,5	53.799	4.319	-9.464	13.985	-21,3
2006	4,0	3,1	11,6	2,9	-3,9	44,9	85.839	30.569	16.327	13.276	-13,3
2007	6,1	4,5	7,1	2,2	-3,9	42,0	180.334	87.484	89.086	1.551	-14,3
2008	5,1	5,9	6,2	1,5	-4,1	36,0	193.783	2.969	32.986	-28.300	-10,9
99-03 ⁴	1,9	8,9	10,9	6,4	-3,5	48,3	38.468	404	15.362	-15.247	13,4
04-07 ⁴	4,7	5,2	9,8	2,5	-4,1	45,1	93.227	31.154	22.106	10.123	-15,1
04-08 ⁴	4,8	5,4	9,1	2,3	-4,1	43,3	113.338	25.517	24.282	2.438	-14,3

Fonte: Banco Central do Brasil. Os dados contemplam a última revisão do PIB de 2006 -2008 divulgada pelo IBGE em out/2009.

1. Selic (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.
2. NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado. Sinal negativo indica superávit.
3. Dados de dezembro de cada ano.
4. Média no período.

O desempenho das contas externas leva a uma tendência de apreciação cambial durante todo o período. Com isto a inflação se reduz para uma média de 5,4% a.a. no período 2004-08 (Tabela II.7), contra 8,9% no período 99-03, permitindo uma redução nas taxas básicas de juros a partir de meados de 2006, dado o modelo institucional vigente (regime de metas de inflação). No campo fiscal, as metas de superávit primário foram cumpridas e este número ficou em torno de 4,1% do PIB no período, tendo a Dívida Líquida do Setor Público caído em média 3,2 p.p. (Tabela II.7). Ressalta-se também que em 2007 foi lançado o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), que buscava direcionar recursos públicos e privados para investimentos em infra-estrutura nos anos de 2007-2010.

Desta forma, a economia brasileira atingiu taxas de crescimento bem superiores ao período anterior (ainda que moderadas em comparação a outros países emergentes), com uma média de 4,8% em 2004-2008 contra 1,9% em 1999-2003. Este quadro, aliado ao crescimento dos fluxos de capitais estrangeiros na maior parte do período, permitiu que o MAB atingisse seu período de maior prosperidade em sua história, como será analisado abaixo.

II.3.2 – A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro (MAB)

O período que o MAB viveu de 2004 a 2008 se distingue dos demais por uma enorme diversidade de fatores. No mercado primário, houve 119 operações (quase o mesmo número dos nove anos anteriores: 124), que movimentaram um volume total de US\$ 47,2 bilhões em todo o período – mais do que o dobro do volume movimentado de 1995-2003 (US\$ 21,7 bilhões). Estas emissões representaram em média 6,1% da Formação Bruta de Capital Fixo, chegando a atingir 12,2% no ano de 2007, bem como atingiram uma média de 27,8% do total do Mercado de Capitais Brasileiro (MKB), com o pico de 44,0% em 2007. Vale ressaltar que o pico do mercado primário brasileiro ocorreu em 2007, como mostram estes últimos dados, e não em 2008, como os dados agregados em dólares sugerem: a diferença ocorre devido à apreciação cambial verificada até o primeiro semestre de 2008 (quando ocorrem a maioria das emissões), que eleva o volume em dólares neste ano. O mesmo pode ser constatado ao olhar para o número de operações, que cai para 9 em 2008.

Tabela II.8 – MAB – Emissões Primárias (Volumes em US\$ Milhões): Indicadores Selecionados 2004-2008

Período	Emissões Primárias (MAB)										
	Volume Total	Ações					Quotas de Fundos ²	% Total sobre:			%/Total MKB ³
		Nº operações		Cias. Abertas	Reg. Conc.	Nº Op/Reg (%)		Volume	FBCF	PIB	
2004	2.051	9	5				649		16	56,3	1.570
2005	2.799	13	7	621	24	54,2	1.923	876	1,9	0,3	10,9
2006	8.793	29	17	625	54	53,7	6.594	2.199	4,9	0,8	17,7
2007	28.842	59	51	688	92	64,1	17.285	11.557	12,2	2,1	44,0
2008	30.956	9	4	681	43	20,9	19.859	11.097	9,5	1,8	42,1
95-98 ⁴	4.607	24	n.d.	913	86	32,0	4.607	0	3,2	0,5	28,0
99-03 ⁴	712	6	2	816	28	20,1	661	50	0,8	0,1	8,1
04-07 ⁴	10.621	28	20	646	47	57,1	6.843	3.778	5,2	0,9	24,2
04-08 ⁴	14.688	24	17	653	46	49,8	9.446	5.242	6,1	1,1	27,8

Fonte: Informativo CVM.

1. Registros concedidos.

2. FIP e FMIEE.

3. MKB = Mercado de Capitais Brasileiro.

4. Média no período.

Este período se distingue também pela forte aceleração do número de registros concedidos pela CVM e, conseqüentemente, do número de companhias abertas, o que não ocorria desde a edição da Instrução 287/1998 da CVM (como já abordado na seção II.1.2). Diferentemente dos períodos anteriores onde um grande número de empresas

obteve o registro junto a CVM mas não chegou a emitir ações, este período foi caracterizado por uma nova dinâmica do mercado: a empresa normalmente obteve o registro de companhia aberta e emitiu ações rapidamente, isto é, no mesmo ano do registro (entrando ainda em algum segmento diferenciado de listagem da Bovespa). O percentual de emissões sobre registros concedidos atingiu 64,1% em 2007 e uma média de 49,8% no período 2004-2008, contra 20,1% em 1999-2003 e 32,0% em 1995-1998.

Este comportamento fica claro ao analisar-se o número e o volume de ofertas públicas iniciais (IPO¹⁹). Os IPO representaram 70,6% do número total de ofertas no período recente (2004-2008), contra 35,7% no período anterior (1999-2003), e 55,5% do volume emitido em 2004-2008, contra apenas 21,5% em 1999-2003. Assim como nos outros dados, o destaque fica para o ano de 2007, onde os IPO representaram 86,4% do número total de ofertas e 86,9% do valor emitido. Vale destacar que a partir da criação dos segmentos de listagem diferenciada pela Bovespa (seção II.2.2), todas as empresas que abriram capital foram listadas em algum nível de Governança, principalmente no Novo Mercado, que concentrou 84,2% das listagens e é justamente o Nível que define o conjunto de regras mais rígidas de governança corporativa (em particular, exige que a empresa mantenha um percentual de 25% de ações no mercado, contribuindo para o aumento, ainda que potencial, da liquidez de seus papéis)²⁰.

Já no mercado secundário, movimentou-se uma média de US\$ 381,3 bilhões em todo o período, sendo US\$ 367,8 bilhões referentes a ações (ver Tabela II.9). O Ibovespa se valorizou 265,8% em reais em relação a 2003 (523,2% em dólares) e atingiu a máxima histórica de 73.507 pontos em maio de 2008, após receber o *investment grade* da Standard & Poor's. A entrada de novas companhias e a valorização das ações elevaram fortemente o Valor de Mercado das companhias, que atingiu US\$ 1,4 bilhões ao final de 2007 (US\$ 1,6 bilhões em maio de 2008), chegando a 95,4% do Produto Interno Bruto (PIB).

¹⁹ Do inglês *initial public offering*.

²⁰ Acrescenta-se que houve também um aumento no número de adesões aos segmentos diferenciados independentes dos IPO e o número de empresas listadas chegou a 158 em dezembro de 2008 (tendo atingido o máximo de 162 em julho deste mesmo ano), após partir de 12 em junho de 2001. Grosso modo, foram 62 empresas já de capital aberta que aderiram aos segmentos no período.

Tabela II.9 – MAB – Mercado Secundário: Indicadores Seleccionados 2004-2008

Ano	US\$ Milhões		(B)/Emiss. Prim. de Ações	Ações/ Total (%)	Ibovespa			Valor de Mercado	
	Total (A)	Ações ¹ (B)			em US\$ (Δ% a.a.)	em R\$ (Δ% a.a.)		US\$ Milhões	% do PIB
				Nominal	Real ²				
2004	101.505	96.346	61,4	94,9	28,2	17,8	5,1	332.920	46,6
2005	168.282	160.641	83,5	95,5	44,8	27,7	26,2	493.761	52,6
2006	268.280	261.821	39,7	97,6	45,5	32,9	28,1	718.615	65,2
2007	627.860	614.173	35,5	97,8	73,4	43,7	33,1	1.387.209	95,4
2008	740.557	705.932	35,5	95,3	-55,5	-41,2	-46,1	574.370	47,6
95-98 ³	158.027	131.788	35,9	81,5	8,9	18,5	9,0	195.725	24,3
99-03 ³	78.097	71.118	258,5	90,5	24,5	42,1	24,2	196.741	35,7
04-08 ³	381.296	367.783	51,1	96,2	27,3	16,2	9,3	701.375	61,5

Fonte: Informativo CVM.

1. Inclui: ações; certificados de depósitos de ações; e distribuições secundárias de ações.

2. Variação real, descontada pelo IGP-DI Centrado.

3. Média no período.

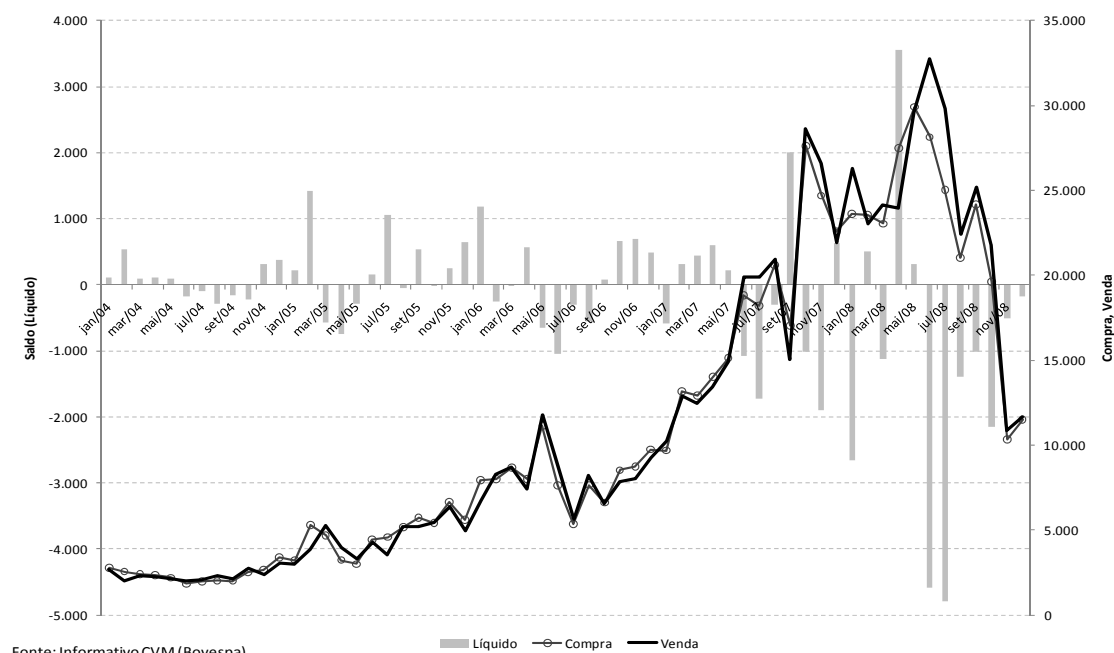
Este desempenho ocorreu principalmente devido à expansão da demanda externa (isto é, de investidores estrangeiros), embora também tenha havido uma expansão da demanda interna. O MAB aumentou significativamente de tamanho no período, mas pode ser considerado muito pequeno em comparação aos mercados de países desenvolvidos como Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e Japão: o fluxo de capitais vindo destes países foi significativo e determinante na obtenção deste desempenho.

Como pode ser observado no Gráfico II.4 estes fluxos se intensificaram fortemente até a obtenção do *investment grade*²¹ em 30 de abril de 2008 pela Standard & Poors, mas depois começaram a despencar devido o quadro lançado pela crise do *subprime* já em 2007, mas intensificado em 2008. Pode-se argumentar, inclusive, que os impactos da crise sobre o MAB foram retardados em virtude da expectativa de obtenção do grau de investimento, que, num segundo momento, contribuiu indiretamente para o impacto negativo, já que os investimentos estrangeiros em bolsa tinham sido “inflados” inicialmente. O mesmo raciocínio vale em relação à liquidez e ao volume negociado no mercado secundário: os fluxos de compra e venda foram fortemente ascendentes na maior parte do período, caindo fortemente no segundo semestre de 2008²².

²¹ O *investment grade* é uma classificação atribuída aos países por agências internacionais de classificação de risco.

²² Ressalta-se que o fluxo líquido de recursos já se torna significativamente negativo a partir de junho de 2008, quando ocorre um forte movimento de venda.

Gráfico II.4 – Fluxo de Capitais Estrangeiros em Bolsa (US\$ Milhões) – 2004-2008



II.4 – Síntese/Conclusões

O quadro acima apresentado, em conjunção com a base teórica discutida no Capítulo I, justifica satisfatoriamente a expansão iniciada em 2004, que tem seu pico em 2007.

Pelo lado da demanda, a estabilidade macroeconômica (aceleração do crescimento, bons resultados de balanço de pagamentos, resultados fiscais dentro do esperado e inflação contida), aliada à perspectiva de maior crescimento econômico e aceleração de investimentos e a mudanças institucionais no mercado acionário (instituição de níveis de governança corporativa diferenciada, etc), favoreceu as expectativas em relação à lucratividade das empresas emissoras de ações; o quadro de maior liquidez do mercado elevou o prêmio de liquidez oferecido pelas ações de um modo geral; foram favorecidas as expectativas de ganhos de capital, dada a valorização destes ativos. Fica claro, então, que existiam fortes incentivos para a expansão da demanda por ações no Brasil, principalmente a partir de 2006, quando se inicia um ciclo de redução da taxa básica de juros, que diminui os rendimentos oferecidos por outros títulos. Ainda neste sentido, a já comentada liquidez internacional, associada à

perspectiva de apreciação cambial criou uma demanda adicional num ambiente de ampla liberalização financeira, dado o ganho cambial que os investidores estrangeiros poderiam auferir ao atuar neste mercado.

Pelo lado da oferta, o crescimento e a estabilidade econômica favoreceram o aumento dos investimentos. A quantidade de recursos necessária para financiá-los cresceu e, dadas as restrições de utilização de recursos próprios, aumentou a probabilidade de serem utilizados recursos de terceiros, favorecendo, grosso modo, a oferta de ações. No caso brasileiro, as taxas básicas de juros, embora cadentes a partir de 2006, se encontravam em patamares elevados, representando altos custos de assunção de dívidas bancárias ou emissão de títulos de dívida, favorecendo diretamente a emissão de ações. Por fim, o mercado acionário brasileiro passou por um período muito próspero, não oferecendo maiores restrições quanto à sua utilização.

Dado este panorama, o próximo passo do trabalho consiste em qualificar esta expansão no sentido de traçar o perfil de risco associado à ela, riscos estes que num segundo momento poderiam significar uma nova retração do mercado, configurando a expansão de 2004-2008 como mais um “espasmo”, assim como foi a expansão de 1995-1998.

Capítulo III: Uma Avaliação dos Riscos da Evolução Recente do MAB

O presente capítulo tem por objetivo a análise das condições de risco do mercado no período mais recente, procurando identificar possíveis focos de risco associados (i) à elevada concentração do mercado em empresas específicas e em determinados setores, bem como em determinados demandantes, (ii) às suas condições de liquidez e (iii) à elevada volatilidade dos preços dos ativos negociados. O foco da análise neste capítulo é, portanto, o segmento secundário do MAB, no qual se manifestam de forma mais rápida e evidente as condições de risco em que opera o mercado, mas alguns aspectos do mercado primário serão também discutidos (concentração da oferta de ações e da demanda por ofertas primárias).

Desta forma, o capítulo será subdividido em três seções: a primeira, que busca analisar os indicadores de concentração tanto pelo lado da demanda, quanto pelo lado da oferta; a segunda que discute as condições de liquidez do mercado à época; a terceira que discute a evolução dos indicadores de volatilidade. Por fim, a quarta seção diz respeito a uma síntese do que foi discutido no capítulo, a fim de subsidiar a discussão a ser realizada na conclusão deste trabalho.

Contudo, antes de se iniciar a análise, cabe destacar dois aspectos metodológicos fundamentais:

(i) A separação das seções tem por único objetivo facilitar a exposição. Os fatores de risco destacados não existem isoladamente: existe uma influência recíproca e uma interação entre eles. Um mercado marcado por elevado grau de concentração implica num quadro (potencial) de menor liquidez (dada a concentração da demanda) e maior volatilidade (movimentos bruscos de compra e venda), bem como a menor liquidez deste mercado influencia um quadro de maior volatilidade (iliquidez dos ativos menos líquidos). Por outro lado, o quadro de maior volatilidade e menor liquidez tende a inibir a demanda dos investidores mais cautelosos, contribuindo para o aumento da concentração da demanda.

(ii) O período de análise dos dados não é uniforme devido às condições de disponibilidade dos mesmos pela CVM e pela Bovespa. Assim, algumas análises ocorrerão para o período 1999-2008, enquanto outras ocorrerão entre 2001-2008 ou mesmo 2004-2008.

III.1. Indicadores de concentração

O primeiro fator de risco a ser considerado está ligado à concentração do mercado, que pode ocorrer tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda e é uma característica essencialmente estrutural deste mercado. Esta seção tem por objetivo, então, analisar de que forma evoluiu o grau de concentração no MAB no período recente, iniciando a discussão pelo lado das emissões primárias ocorridas no período (considerando setores, tamanho de empresas e demandantes), partindo em seguida para a análise do mercado secundário (em termos de capitalização, volume negociado e participação de investidores neste volume).

III.1.1. Concentração no mercado primário: Oferta e Demanda

Como ressaltado no capítulo anterior, o mercado primário do MAB foi marcado por uma forte aceleração das emissões primárias no período 2004-2008 frente ao período 1999-2003. Foram 119 ofertas no período mais recente, contra 28 no período 1999-03, que movimentaram algo em torno de R\$ 96,0 bilhões em 2004-08 (R\$ 13,6 bilhões em 1999-03).

A grande maioria destas operações foi realizada por empresas de grande porte²³ e de capital privado nacional, onde se destacaram as emissões da Companhia Energética de São Paulo (2006), OGX Petróleo e Gás, Gerdau S.A. e Companhia Vale do Rio Doce, sendo que estas três últimas foram realizadas em 2008 e movimentaram 30,4% do volume do período 2004-2008 (ou 90,4% de 2008). Ainda neste sentido, 17 emissões (de um total de 119 – ou 14%) concentraram mais de 50% deste total em volume, permitindo a conclusão de que as emissões primárias foram fortemente concentradas.

²³ Foram consideradas empresas de grande porte as que obtiveram um faturamento anual superior a R\$ 60 milhões no ano de lançamento das ações.

O mesmo ocorre a nível setorial, onde os setores de Extração Mineral (leia-se Vale), Construção Civil, Energia Elétrica, Petróleo (OGX) e Bancos representaram 62,9% do volume no período. Em termos de número de operações, entretanto, as estatísticas foram um pouco mais “democráticas”: os principais setores foram os de Construção Civil, Comércio, Comunicação e Bancos e representaram 48,7% do número total de operações; destaca-se também a entrada de empresas atuantes em “novos” setores como os de Turismo, Farmácia e Higiene, Serviços Médicos e Comércio.

Tabela III.1 – MAB: Emissões Primárias (e Distribuições Mistas) – Distribuição % dos Adquirintes – 2004-2008

Adquirentes	% no Ano					Média 2004-2007	Média 2004-2008
	2004	2005	2006	2007	2008		
Pessoas Físicas	10,6	7,4	5,5	7,2	5,8	7,7	7,3
Fundos e Clubes de Investimento	28,4	17,5	16,5	15,9	15,7	19,6	18,8
Fundos de Previdência	3,7	2,2	1,1	1,1	1,9	2,0	2,0
Investidores Estrangeiros	48,6	57,7	62,3	71,2	28,2	60,0	53,6
Instituições Financeiras (IF)	2,5	2,8	3,3	4,9	1,3	3,4	2,9
Demais pessoas jurídicas	1,7	0,8	0,5	1,5	42,0	1,1	9,3
Outros ¹	4,5	13,0	13,2	2,0	5,5	8,2	7,6
Subtotal	100,0	101,3	102,4	103,8	100,4	101,9	101,6
Ações Recomproudas pela Cia.	0,0	-1,3	-2,4	-3,8	-0,4	-1,9	-1,6
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total de Adquirentes ligados à Cia. ²	4,3	12,8	4,4	2,2	5,4	5,9	5,8
Valor Financeiro	R\$ Milhões de 2008 (ajustados pelo IGP-DI centrado)						
Total da Amostra ³	3.984	6.645	18.476	41.753	24.757	17.715	19.123
Total de Emissões Primárias	5.585	5.493	16.779	36.048	32.148	15.976	19.211

Fonte: CVM: Anúncios de Encerramento de Distribuição Pública de Ações.

1. Inclui: Cias. de seguro; pessoas jurídicas não-financeiras e pessoas físicas ligadas à Cia.; outros.

2. Inclui: instituições financeiras e demais pessoas jurídicas, sócios, administradores, empregados, prepostos e demais pessoas ligadas à Companhia, ao coordenador líder, aos coordenadores contratados e/ou corretoras consorciadas.

3. As diferenças entre o total da amostra (em R\$ Milhões) e o total de emissões primárias a cada ano devem-se à inclusão, no dados, de emissões secundárias (que tornam o total da amostra maior que as emissões primárias do ano) e as exclusões das emissões de DRs (que tornam o total da amostra menor que o das emissões primárias). Infelizmente este é o modo pelo qual a Bovespa os divulga e não é possível separar.

Pelo lado dos adquirentes, isto é, dos compradores/demandantes destas ofertas primárias, o quadro é um pouco mais preocupante. A despeito do baixo grau de endogenia, isto é, da aquisição de ações por adquirentes ligados às companhias ou a recompras efetuadas pela própria empresa, a demanda por estas emissões está fortemente concentrada em investidores estrangeiros, que adquiriram uma média de 53,6% do total ofertado no período 2004-2008 (chegando a adquirir 71,2% do total em

2007²⁴). Em segundo lugar, ficaram os Fundos e Clubes de Investimento (18,8%), seguidos por Pessoas Físicas (7,3%), porém ambas as categorias diminuíram sua participação ao longo do período, cedendo espaço aos investidores estrangeiros. Além dos fundos de investimento, os demais tipos de investidores institucionais (Fundos de Previdência e Instituições Financeiras) tiveram uma baixíssima participação no período 2004-07 (algo em torno de 5%) – Tabela III.1.

Neste aspecto, deve-se dar ênfase à baixa participação de investidores institucionais como adquirentes, pois em países com mercados bem desenvolvidos estas instituições costumam ser grandes demandantes de ações. Uma possível explicação para este comportamento se deve aos elevados retornos de títulos de renda fixa (em função das elevadas taxas básicas de juros): estes ativos oferecem riscos próximos de zero e elevados retornos, tornando-se muito atraentes, comparativamente às ações, que, embora também ofereçam elevados retornos, oferecem riscos mais elevados²⁵.

Desta maneira, fica claro que a dinâmica do mercado primário acionário está fortemente ligada e sujeita aos interesses do mercado externo, pelo lado da demanda, assim como existe uma elevação da concentração pelo lado da oferta, tanto em termos de empresas individuais quanto setores. Ressalta-se que este último aspecto terá impactos sobre a concentração no mercado secundário, como será visto abaixo.

III.1.2. Concentração no mercado secundário

Dando prosseguimento a análise, o próximo passo é analisar a concentração em torno de dois grupos de indicadores: a concentração em termos de capitalização, que está ligada à concentração setorial e em empresas específicas no mercado como um todo, e a concentração em termos do volume negociado, tanto da demanda por ações (em torno dos investidores) quanto dos papéis negociados (empresas).

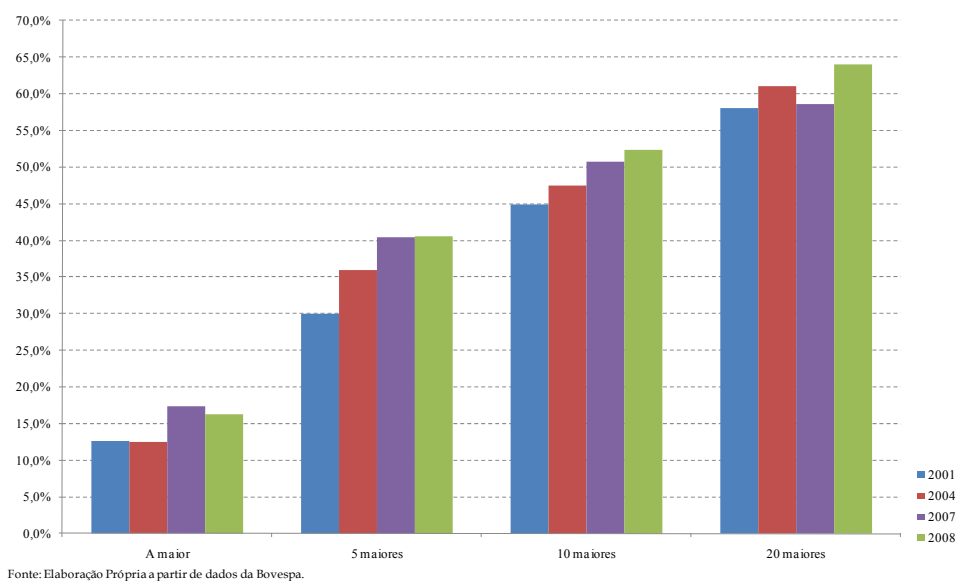
Como já destacado no capítulo anterior, no período 2004-2008 houve um significativo aumento da capitalização em bolsa. A concentração em termos de

²⁴ Destaca-se que o ano de 2008 foi fortemente influenciado pelas ofertas de Vale, OGX e Gerdau que contaram com uma elevada participação de Demais Pessoas Jurídicas e, portanto, não seguiram o padrão dos anos anteriores. O período 2004-2007, então, será o período de referencia para a análise.

²⁵ Segundo dados da Abrapp, os títulos de renda fixa representaram 59,4% do portfólio dos Fundos de Previdência Privada do Brasil em 2004-2008.

capitalização acompanhou este movimento e também registrou um aumento ao longo do período, como pode ser observado no Gráfico III.1. O aumento da concentração ocorre principalmente entre as 5 maiores empresas – Petrobrás, Cia Vale do Rio Doce, Itaú, Bradesco e AmBev (em 2001, a Eletrobrás estava neste grupo no lugar do Bradesco) – que elevam sua participação relativa em 10,6 p.p. no período.

Gráfico III.1 – MAB: Concentração da Capitalização – Participação Percentual



A principal causa deste aumento nas participações relativas destas empresas foi a valorização superior de suas ações em relação à média observada em Bolsa (Ibovespa)²⁶. Em menor medida, a diminuição do número de companhias listadas entre 2004 e o 1º semestre de 2007 pode ter contribuído para este resultado, mas isto não é válido a partir do 2º semestre de 2007, quando o número de empresas listadas volta a crescer, refletindo que o mercado se tornou, de fato, cada vez mais concentrado.

Este aumento da concentração ocorre também dentro de determinados setores: a elevação do peso relativo da Petrobras e Vale, como discutido acima, levou os setores de Petróleo e Gás e Mineração a um aumento de 4,3 e 5,1 pontos percentuais de 2001 a 2008 (Tabela III.2). Já o setor bancário, apresenta leve aumento de 2001 a 2008, a despeito da trajetória de queda de sua participação até 2007; o ano de 2008 apresenta

²⁶ A partir de 2008 a emissão primária da Vale pode ter contribuído para um aumento ainda maior desta concentração, contudo, a desvalorização das ações destas empresas e de todas as ações em geral não permite quaisquer conclusões.

um melhor desempenho devido à grande valorização das ações do Itaú e da entrada de novas empresas no setor.

Tabela III.2 – Concentração do Valor de Mercado – Participação % Relativa e Valor em R\$ Bilhões correntes

Empresa	Ações							
	2001		2004		2007		2008	
	%	Var.	%	Var. ¹	%	Var. ¹	%	Var. ¹
Petrobras	12,7	-	12,4	-0,2	17,4	4,9	16,3	3,9
Vale	4,6	-	9,2	4,6	11,1	1,9	10,2	1,0
Eletronbras	4,0	-	2,3	-1,7	1,1	-1,2	2,1	-0,2
Ambev	4,1	-	6,2	2,1	3,2	-3,0	4,1	-2,1
Banco Itaú	4,6	-	4,8	0,1	4,4	-0,4	5,2	0,5
Bradesco	3,5	-	3,3	-0,2	4,4	1,1	4,8	1,5
Subtotal (%)	33,4	-	38,2	4,8	41,5	3,3	42,7	4,5
Subtotal R\$ bilhões	143,8	-	345,9	140,5	1.028,8	197,4	720,4	108,3
Total do Mercado R\$ bilhões	430,3	-	904,9	110,3	2.477,6	173,8	1.375,3	52,0
Setores								
	%	Var.	%	Var. ¹	%	Var. ¹	%	Var. ¹
Petróleo e Gás	13,2	-	12,8	-0,5	14,2	1,5	17,5	4,8
Mineração	5,3	-	10,2	4,9	7,8	-2,4	10,3	0,1
Siderurgia	2,7	-	8,3	5,6	4,4	-3,8	5,3	-3,0
Alimentos e Bebidas ²	5,2	-	7,2	2,0	5,3	-1,9	7,7	0,5
Telecomunicações	22,2	-	14,7	-7,5	5,1	-9,6	8,4	-6,3
Energia Elétrica	13,6	-	9,6	-4,0	6,5	-3,0	10,0	0,4
Bancos	20,3	-	17,3	-3,0	16,8	-0,5	21,7	4,4
Subtotal (%)	82,5	-	79,9	-2,6	60,1	-19,9	80,9	1,0
Subtotal R\$ bilhões	355,1	-	723,3	103,7	1.488,4	105,8	1.112,9	53,9

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Bovespa.

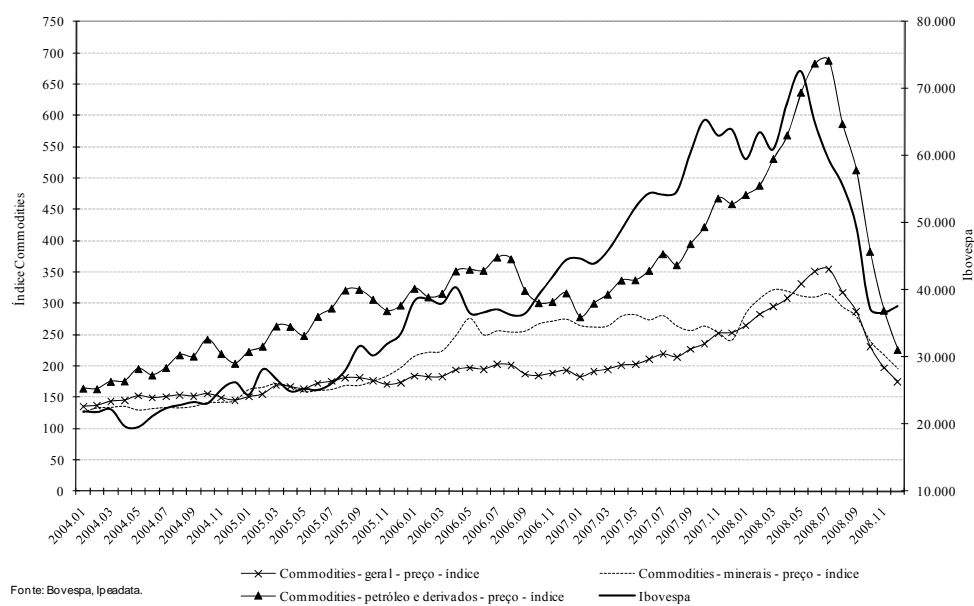
1. Variação em pontos percentuais para os valores em % e variação percentual para os valores em R\$ Bilhões - contra o período anterior.
2. Não inclui Fumo.

O destaque negativo fica para o setor de Telecomunicações, que teve uma queda de 13,6 pontos percentuais no mesmo período, ocasionada pela reorganização e consolidação do setor após a privatização (em 1998), com aquisições e fechamento do capital de determinadas empresas, além de um desempenho ruim dos papéis relacionados. O setor de Energia Elétrica também demonstra leve redução no período (-3,6 p.p.), novamente devido ao desempenho de seus papéis, inferior à média do mercado até 2007.

Desse modo, pode-se identificar nesta concentração um fator significativo de instabilidade, já destacado no referencial teórico deste trabalho: atrela-se o desempenho do mercado ao desempenho destas 5 ou 10 ações, ou mesmo determinados setores; caso haja algum fato isolado que impacte de forma significativa uma destas empresas (ou setores), principalmente no sentido da desvalorização de suas ações, pode-se ocasionar

uma retração no mercado como um todo. Este argumento pode ser utilizado para explicar, por exemplo, o comportamento do mercado no período 2000-2002 quando os papéis do setor de Telecomunicações se desvalorizaram, em média, 46,8%, em virtude do processo de reorganização do setor mencionado acima. Esse impacto negativo certamente acentuou a retração do mercado no mesmo período, já que explicou cerca de 20% da desvalorização de 34,1% do Ibovespa.

Gráfico III.2 – Evolução do Ibovespa x Índice de Commodities



Da mesma forma, como a partir de 2004 a principal característica desta distribuição setorial (em termos de capitalização) se torna a elevada participação de setores ligados a *commodities*, que respondiam em 2008 por 43,8% do total. O desempenho das ações desses setores, que é fortemente condicionado pelo comportamento dos preços destas mercadorias no mercado internacional, acaba por atrelar o comportamento de todo o Ibovespa a estes preços, principalmente ao preço do petróleo e derivados (Gráfico III.2).

Já o grau de concentração em torno do volume negociado de ações apresenta um comportamento distinto dos indicadores analisados acima (pelo menos até o 1º semestre de 2008): do ponto de vista dos demandantes, o grau de concentração do mercado secundário segue a tendência do mercado primário quanto à elevação da participação de investidores estrangeiros, que aumenta continuamente no período. Estes investidores

tomam o lugar das Instituições Financeiras como principais negociantes do mercado, chegando a 35,5% em 2008 (patamar mais baixo que o do mercado primário, mais ainda assim significativo). Mesmo na média do período 2004-2008, ocorre a predominância de tais investidores, que negociaram em média 33,1% do total – Tabela III.3.

Tabela III.3 – MAB: Concentração do Volume Negociado – Participação % dos Demandantes

Tipos de Investidores	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Pessoas Físicas	20,5	20,8	24,4	27,5	25,4	24,6	23,0	26,7
Investidores Individuais	nd	nd	nd	25,5	23,2	22,2	20,0	23,7
Clubes de Investimento	nd	nd	nd	1,9	2,2	2,4	3,0	3,0
Institucionais	17,3	17,6	29,4	28,1	27,5	27,2	29,8	27,2
Companhias Seguradoras	0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Fundos de Pensão e de Seguridade	3,6	3,1	4,5	3,3	2,9	2,1	1,7	1,1
Fundos Mútuos e Clubes de Inv.	13,0	13,8	24,6	24,5	24,4	25,0	27,9	25,9
Investidores Estrangeiros	25,1	26,0	24,1	27,3	32,8	35,5	34,5	35,5
Empresas Públicas e Privadas	3,0	3,3	3,7	3,0	2,3	2,2	2,2	2,8
Instituições Financeiras	34,0	32,1	18,0	13,8	11,7	10,4	10,4	7,8
Banco Com. e Múlt. Soc. Fin.	15,1	13,2	11,0	8,8	7,7	10,4	7,0	5,3
Bancos de Inv., DTVM e Corretoras	18,9	18,9	7,0	5,0	4,1	0,0	3,3	2,6
Outros	0,1	0,2	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0

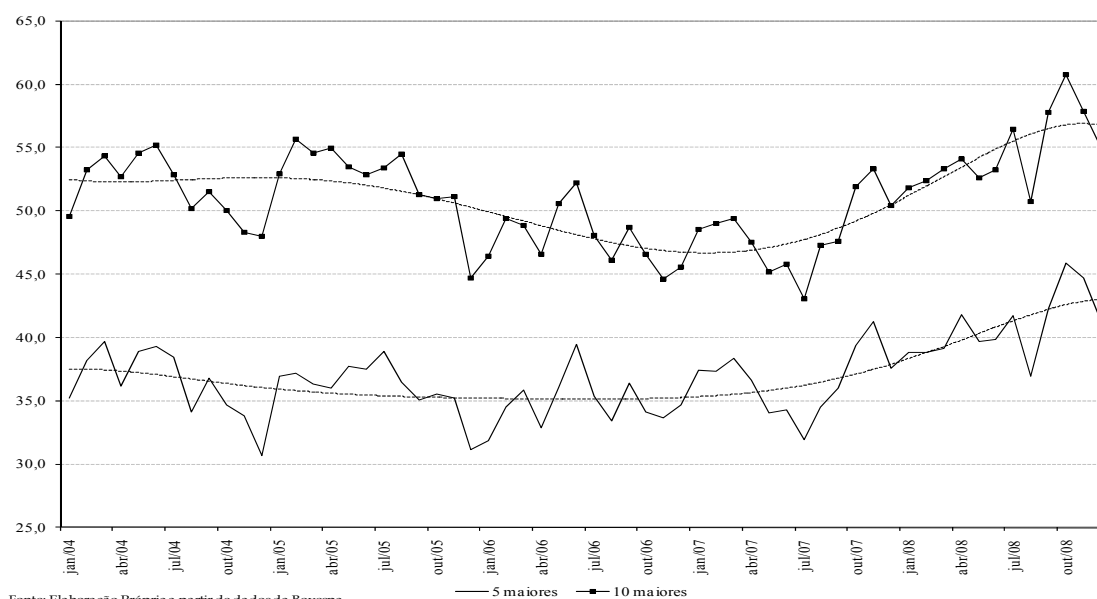
Fonte: Bovespa. Inclui: operações nos mercados à vista, a termo e de opções.

Ainda neste sentido, destaca-se a retração da participação de instituições financeiras, dado que os demais tipos de investidores mantiveram ou ampliaram suas participações relativas nesse segmento do mercado: as pessoas físicas e os fundos de investimento (que também representam pessoas físicas) elevam sua participação no mercado secundário de 34% para 53% entre 2001 e 2008.

Em relação às principais ações negociadas (Gráfico III.3), podem ser observados dois movimentos²⁷: o primeiro, que vai de 2002 à metade de 2007, quando há uma tendência (linha pontilhada) de diminuição da concentração, e o segundo, que vai da metade de 2007 até o final de 2008, quando esta tendência se inverte. Embora a concentração em termos de capitalização possa ter influenciado o nível desta concentração em termos de volume de negócios, outros fatores devem ter atuado sobre o comportamento deste indicador, como a própria elevação da participação dos investidores estrangeiros. Contudo, estes fatores serão analisados na próxima seção.

²⁷ Como ressaltado na introdução, o foco da análise é o período 2004-2008. A periodicidade, 2002-2007 e 2007-2008, foi escolhida, pois o movimento de queda da concentração se inicia no ano de 2002, mas existem dados disponíveis desde dezembro de 2001.

Gráfico III.3 – MAB: Concentração do Volume Negociado – Ações de Maior Negociação



No primeiro período a média anual da participação das 10 empresas mais negociadas em bolsa cai de 58,0% (em 2002) para 47,6% (no 1º semestre de 2007), uma queda de 10,4 p.p. Vale ressaltar novamente que, no mesmo período, o número de empresas com ações negociadas em bolsa (médias anuais) caiu de 411 em 2002 para 362 no 1º semestre de 2007; desta maneira, pode-se concluir que houve uma maior “equidade”, ainda que relativa, quanto ao volume negociado na Bovespa.

Já a partir do segundo semestre do ano de 2007, se inicia um novo movimento, em direção a uma maior concentração do mercado: a participação das 10 maiores empresas sai de 47,6% no 1º semestre de 2007 para 54,7% em 2008 (destaque-se a elevação na participação da 1ª maior empresa – Petrobrás), ficando num patamar bem próximo ao verificado no início da série (especialmente 2003). Este movimento pode ser explicado pela eclosão da crise do *subprime*, bem como por algumas mudanças estruturais do mercado, e também será aprofundado na próxima seção.

Desse modo, ao contrário do mercado primário e da capitalização, a concentração em torno do volume negociado apresentou uma melhora no período, no sentido de uma maior “popularização” quanto à participação dos investidores, ainda que com ressalvas, devido à elevação da participação dos investidores estrangeiros, e

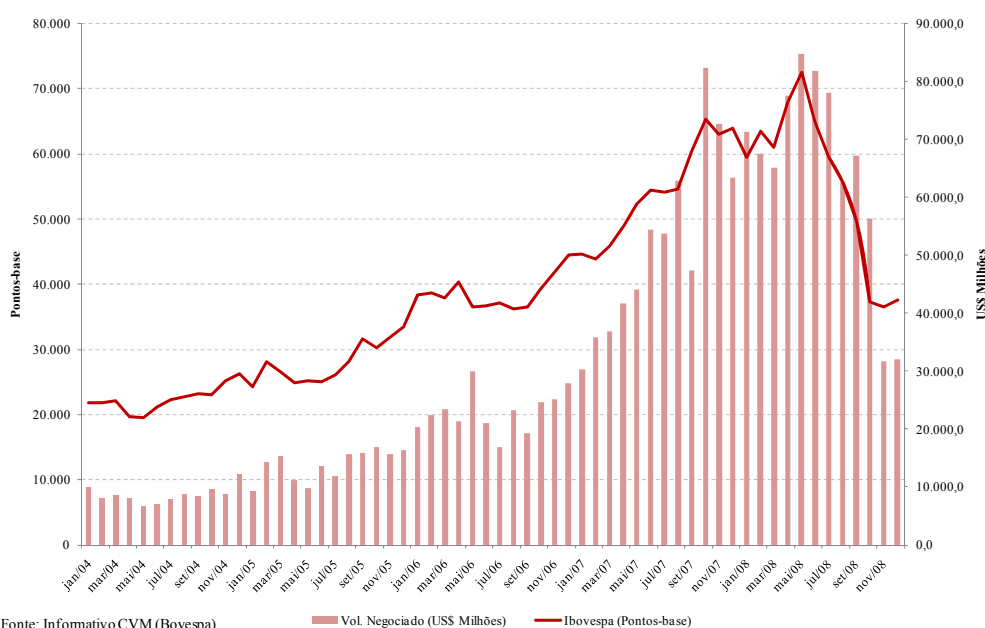
também quanto à parcela relativa dos papéis mais negociados na fase ascendente da expansão.

III.2. Indicadores de liquidez

O segundo fator de risco a ser analisado diz respeito às condições de liquidez do mercado. Como observado no Capítulo I, embora envolva algumas condições estruturais, o grau de liquidez de um ativo, ou de um mercado de ativos, é potencialmente (e freqüentemente) instável na prática. Dadas essas condições estruturais, o grau de liquidez de um ativo ou mercado varia, a cada período, de acordo com os objetivos (de compra ou venda), as avaliações (altistas, baixistas ou neutras) e com o grau de divergência (ou convergência) de expectativas entre os investidores, em relação aos ativos disponíveis no mercado em questão.

Assim, para o mercado de ações em conjunto, um elevado grau de liquidez se manifesta pela combinação de duas tendências: a) elevado ou crescente volume negociado no mercado secundário, que indica elevada ou crescente demanda por ações; b) estabilidade ou crescimento do índice de preços das ações – isto indica que o maior volume de negócios não implicou ou exigiu redução dos preços das ações negociadas. Assim definido, um elevado grau de liquidez reflete não só um mercado mais dinâmico, mas também, temporariamente, mais seguro (enquanto durar o quadro de alta liquidez).

Gráfico III.4 – Ibovespa x Volume Negociado (US\$ Milhões)

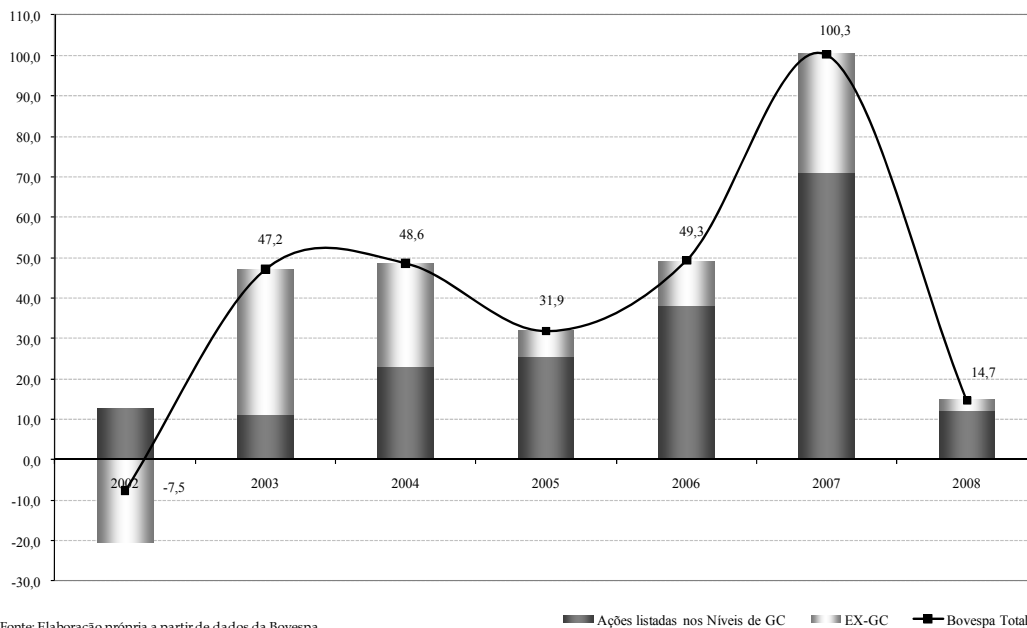


O comportamento do volume negociado na Bovespa foi analisado no Capítulo II, onde mostrou-se acentuado crescimento (de 139%) da média anual negociada no período 2004-08 (de US\$ 381,3 bilhões), ante o período anterior (1999-2003, com média anual de US\$ 78,1 bilhões – Tabela II.9). Também no período 2004-08, o Ibovespa mostrou uma valorização real média (deflacionada pelo IGP-DI) de 9,3% ao ano (Tabela II.9). Tomando como referência a combinação desses indicadores, houve aumento do grau de liquidez no MAB no período considerado, já que o forte aumento dos volumes negociados se conciliou com um cenário de aumento de preços das ações (Gráfico III.4).

Este aumento da liquidez também está ligado à algumas mudanças estruturais do mercado, que ocorreram no período recente. A primeira é resultante da criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa e da crescente presença de ações listadas nestes segmentos. Um primeiro efeito da listagem a ser destacado é a contribuição para o aumento do percentual de ações “*free float*” – ações que não se encontram nas mãos de controladores, investidores estratégicos (com mais de 5% do total) e/ou tesouraria – já que a manutenção de um percentual mínimo de ações sob esta condição é uma das exigências dessas listagens especiais. Outros possíveis efeitos estão ligados a maior divulgação de informações, o que implica numa menor assimetria informacional, tendendo a favorecer a negociação destes ativos.

Segundo dados da Bovespa, estes papéis foram os grandes responsáveis pelo vigoroso crescimento do volume negociado no período 2004-2008, inclusive no ano de 2008 (quando houve uma certa deterioração da liquidez internacional e desaceleração no crescimento do MAB), quando seu volume negociado cresceu 19,5% e contribuiu para o crescimento de 12,1% do volume total – Gráfico III.5. Assim, é possível que o aumento do número de empresas comprometidas com melhores práticas de governança tenha contribuído para tornar o mercado secundário mais líquido e também menos concentrado em termos de determinados papéis, como mostrado na seção anterior.

Gráfico III.5 – Contribuição para o Crescimento do Total do Volume Negociado



A segunda mudança estrutural está ligada à participação dos investidores estrangeiros, que como já observado, cresceu amplamente no período. Esses investidores, em geral, ingressam em mercados emergentes, como é o caso do MAB, com o objetivo de obter retornos rápidos na forma de ganhos de capital. Em função disso, tendem a negociar suas aquisições com maior frequência, bem como a privilegiar as ações que demonstrem maior grau de liquidez no período. Além disso, embora pequenos em relação a seus mercados de origem (basicamente, mercados de capitais de países mais desenvolvidos), os investimentos estrangeiros têm peso significativo nos mercados emergentes – e no MAB, em particular – tornando-se, por isto, um importante condicionante do grau de liquidez (e de concentração) desses mercados.

Assim, a maior participação de investidores estrangeiros tende a ampliar a liquidez do mercado medida pelo volume negociado (de fato, como já observado, o aumento dessa participação foi um dos fatores explicativos do acentuado crescimento dos negócios na Bovespa no período 2004-08), mas também a concentrar os papéis negociados em torno das preferências desses investidores. Na fase positiva do ciclo (2004-1º semestre de 2008), no entanto, viu-se que a participação dos investidores nas aquisições de ofertas primárias se elevou, o que pode estar ligado ao efeito positivo das listagens especiais de governança sobre a liquidez do mercado, contribuindo para uma diminuição da concentração, ao contrário do proposto anteriormente. Já na fase negativa (2º semestre de 2008), confirmou-se o proposto anteriormente, com a concentração da

negociação destes investidores em torno dos ativos mais líquidos (que compõem de fato sua carteira).

A terceira mudança estrutural ocorrida foi a obtenção, pelo Brasil, do *investment grade* junto às agências classificadoras de risco internacionais. Dadas as características de forte dependência dos investidores estrangeiros, já comentadas anteriormente, bem como do *modus operandi* destes investidores, este título pode ser considerado importante já que determinados investidores institucionais só podem operar com ações de países com esta classificação. Isto pode representar um “salto de qualidade” na demanda dos investidores estrangeiros, que passaria a ser menos especulativa, favorecendo um quadro de menor risco no MAB.

Conclui-se, então, que as condições de liquidez do MAB (associadas à concentração em termos do volume negociado) dependem fortemente da influência de fatores conjunturais, e, portanto, que os riscos associados a estas condições são inerentes a todo e qualquer mercado acionário. O que muda para o mercado brasileiro, em específico, são as condições estruturais do mercado, que atuaram em dois sentidos opostos no período: se por um lado pode-se considerar uma melhora qualitativa destas condições em virtude da crescente presença de ações listadas em níveis diferenciados de governança e da obtenção do grau de investimento, por outro, a forte presença de investidores estrangeiros tende a acentuar o impacto dos determinantes conjunturais.

III.3. Indicadores de Volatilidade

O terceiro fator de risco do mercado a ser considerado é a volatilidade dos ativos nele negociados. Como destacado no Capítulo I, grandes variações de preço em determinado mercado (resultando em alta volatilidade) ocorrem diante de grandes movimentos (fluxos) de compra ou venda, proporcionalmente ao tamanho (prévio) do mercado. Elas são resultado de três principais fatores: o grau de convergência das expectativas, o grau de concentração do mercado em grandes investidores e um quadro de baixa liquidez de grande parte dos ativos negociados no período (vale lembrar que os ativos *normalmente* mais negociados são, por definição, os de maior liquidez; contudo, em situações ou períodos atípicos, pode ocorrer intensa negociação de ativos, normalmente, pouco negociados – de baixa liquidez). O indicador utilizado para mensurar a volatilidade aqui é o mesmo destacado no Capítulo I: o desvio-padrão das

variações diárias do Ibovespa no período de um mês anualizado (multiplicado por $\sqrt{252}$).

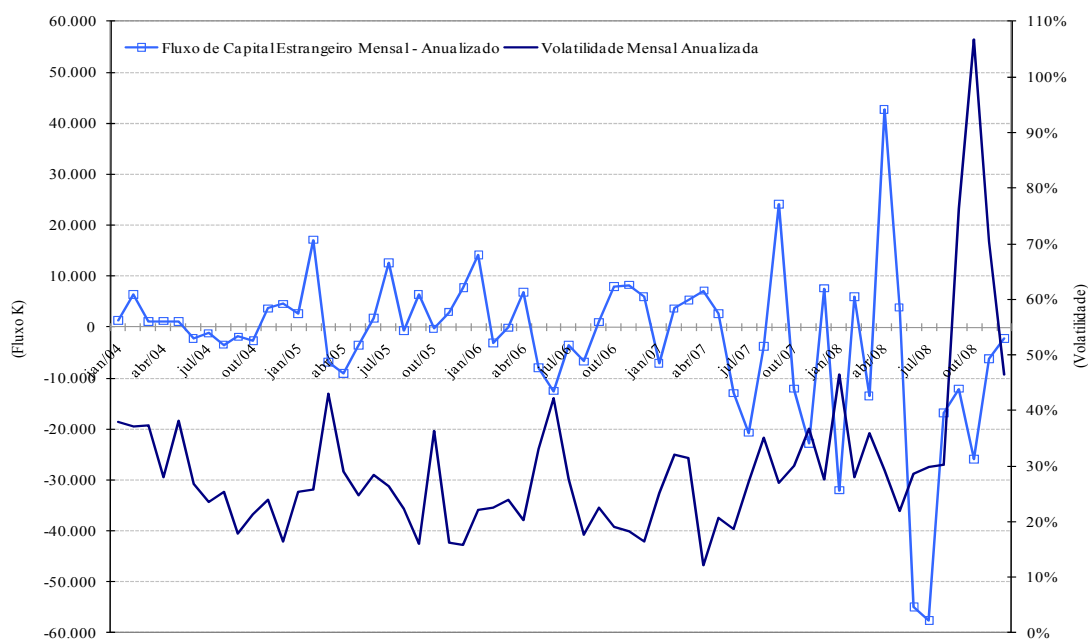
De um modo geral, a volatilidade média do mercado brasileiro caiu no período de 2001-2007, passando de 35,2% em 2001 para 27,0% em 2007 (o 2º semestre do ano de 2007 já é influenciado pelo início da crise financeira internacional, o que leva a um leve aumento deste indicador se comparado ao ano de 2006: 27,0% contra 23,8%, respectivamente). Este comportamento pode ser atribuído a: (i) menor concentração em termos da demanda interna, com uma maior “popularização” do mercado”, (ii) uma maior convergência das expectativas dos agentes quanto à valorização (de um modo geral) das ações no período; (iii) menor concentração em torno da negociação dos ativos anteriormente mais líquidos (quadro de maior liquidez dos ativos negociados). Destaca-se novamente que a menor concentração em termos de demanda interna foi acompanhada por uma maior concentração em torno de investidores estrangeiros.

Já em 2008, a volatilidade sobe para 45,8% (média anual), tendo atingido o pico de 106,8% em outubro (próximo ao patamar da crise cambial de 1998-1999²⁸). Neste ano, o quadro descrito acima se reverte: a convergência de expectativas de valorização se dissipa e dá lugar a uma certa convergência de expectativas baixistas; a concentração em torno dos investidores estrangeiros revela seus efeitos perversos, com a saída de grande parte destes investidores comandando a tendência de queda do mercado.

Particularmente, a evolução da volatilidade guarda importante relação com o comportamento dos fluxos de capital estrangeiro, sobretudo a partir de 2007. Tal fato está ilustrado no Gráfico III.6, que mostra claramente a relação inversa entre estes dois elementos: períodos em que o fluxo é positivo e/ou aumenta significativamente são marcados por maior convergência de expectativas e liquidez, e, conseqüentemente, menor volatilidade; por outro lado, períodos em que o fluxo se torna negativo são marcados por uma elevação na volatilidade.

Gráfico III.6 – Volatilidade Mensal Anualizada do Ibovespa x Fluxo de Capital Estrangeiro em Bolsa Mensal Anualizado – 2004-2008

²⁸ Em setembro de 1998 a volatilidade atingiu o patamar de 123,8% e em janeiro de 1999, 131,7%.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa e da CVM.

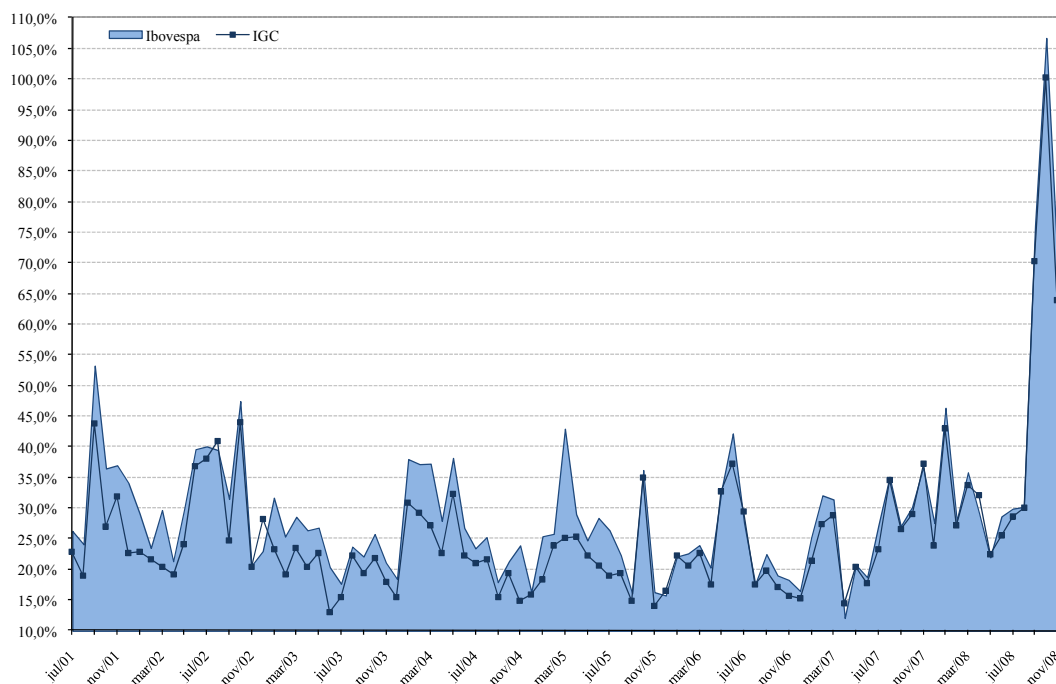
Quanto à influência da instituição dos níveis de listagem, pode-se comparar a volatilidade das ações listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa com os demais papéis da Bovespa. Para isso, serão comparados o Ibovespa e o Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que é composto por todas as empresas listadas nos seguimentos.

Face aos condicionantes da volatilidade é de se esperar que o IGC apresente menor volatilidade que o Ibovespa. Tal expectativa se explica, pelo menos, por duas razões: a) a listagem aumenta o acesso a informações por parte dos investidores, facilitando a formulação de estimativas dos preços dessas ações no futuro, reduzindo os riscos de grandes oscilações e variações inesperadas; b) as ações listadas no IGC apresentam melhores condições de liquidez que as demais (vide seção III.2). Assim, a melhor posição em relação à liquidez e ao risco tenderia, em princípio, a gerar menor volatilidade para o IGC, em comparação ao Ibovespa. É razoável esperar também uma aproximação dos níveis de volatilidade dos dois índices no período mais recente, devido à sua gradativa semelhança em termos de composição.

O Gráfico III.7 mostra que, como esperado, a volatilidade do IGC foi menor que a do Ibovespa durante todo o período, salvo alguns meses específicos. Esta volatilidade cresce bastante para os dois índices a partir de meados de 2007, em função das

incertezas geradas pela crise financeira internacional. Em relação à aproximação dos níveis de volatilidade dos índices, as expectativas também foram confirmadas: enquanto em 2001 a relação entre a volatilidade do IGC contra a volatilidade do Ibovespa era de 79,1%, em 2008 representava 94,0%.

Gráfico III.7 - Volatilidade Mensal Anualizada¹ - IGC x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa.

1. Volatilidade calculada como o desvio padrão da variação diária em cada mês, anualizado para 252 pregões (multiplicado por $\sqrt{252}$).

Vale notar que a composição dos índices também está relacionada com estes movimentos de preço, sendo o Ibovespa um índice mais concentrado em ações de setores ligados a *commodities*, que possuem um peso de cerca de 50% neste índice, ante 30-35% no IGC. Como o desempenho das ações desses setores está ligado diretamente aos preços destas *commodities* em seus mercados de origem (mercados de bens e serviços) que são, por natureza, mais voláteis que os preços dos bens e serviços em outros setores, a sua volatilidade provavelmente será maior.

Desse modo, conclui-se que a volatilidade está diretamente condicionada à evolução dos fatores conjunturais, a despeito da influência das empresas GC sobre este indicador, bem como guarda importante relação com a volatilidade dos preços de

commodities e da variação dos fluxos de capitais estrangeiros. Destaca-se que este último elemento pareceu ser o mais importante para explicar a evolução do indicador.

III.4. Síntese/Conclusões

O presente capítulo buscou analisar a evolução de determinados fatores/indicadores de risco do MAB no período 2004-08, a fim de caracterizar qualitativamente a expansão deste período.

A concentração no mercado primário aumentou ao longo de 2004-08, com elevada participação de investidores estrangeiros como adquirentes das emissões primárias de ações, assim como houve uma maior concentração pelo lado da oferta, tanto em termos de empresas individuais (Vale, OGX, Gerdau) quanto de setores (Extrativa Mineral e Construção Civil).

No mercado secundário, a concentração apresentou comportamentos distintos: em termos de capitalização, a concentração em empresas (Petrobras, Vale e Itaú) e setores (*commodities*) aumentou; em termos de volume negociado, a concentração da em torno dos papéis mais negociados diminuiu na fase ascendente da expansão, bem como a concentração da demanda, onde pode ser observada uma maior “popularização” do mercado quanto à participação dos investidores – ainda que tenha havido uma elevação da participação dos investidores estrangeiros.

Quanto às condições de liquidez do MAB, embora dependam fortemente da influência de fatores conjunturais, algumas mudanças estruturais ocorreram, atuando em dois sentidos opostos: se por um lado pode-se considerar uma melhora qualitativa destas condições em virtude da crescente presença de ações listadas em níveis diferenciados de governança e da obtenção do grau de investimento, por outro, a forte presença de investidores estrangeiros tende a acentuar o impacto destes determinantes conjunturais.

Por fim, a volatilidade do mercado não apresentou uma melhora significativa no período, dado seu caráter fortemente conjuntural (mais intenso que da liquidez) e instável (já que está ligado à convenções, entre outros fatores), mas fica claro que a melhora das condições de liquidez na fase ascendente da expansão, associada a maior

participação de empresas com níveis de governança corporativa diferenciada no mercado, atuou no sentido da diminuição da volatilidade.

Conclusão

Como estabelecido na introdução deste trabalho, seu objetivo central foi realizar uma análise descritiva do período de expansão do MAB entre 2004 e 2008, identificando brevemente os elementos que influenciaram esta expansão e destacando seu perfil, discutindo, em especial, se e em que medida a expansão referida esteve associada à diminuição de fatores de risco (concentração, iliquidez e volatilidade), caracterizando, então, uma expansão mais estrutural do mercado.

Para tal fim, buscou-se estabelecer um referencial teórico que demonstrasse de que forma a dinâmica do mercado acionário funciona, concluindo que agentes demandam ações em virtude dos rendimentos (líquidos corrigidos pelo risco), ganhos de capital e liquidez oferecidos, bem como em função de seu perfil (maior/menor propensão a risco), e agentes ofertam ações em função dos custos, do ambiente e das condições presentes no mercado ao longo do tempo.

Na outra ponta do referencial teórico, foram identificados alguns tipos de risco aos quais a operação no mercado acionário está associada: riscos sistemáticos, riscos de dividendos, riscos de variações de preços e riscos associados a liquidez. Concluiu-se que, considerando o mercado como um todo, em mercados onde existe maior concentração, menor liquidez e maior volatilidade (isto é, um mercado com riscos elevados), a expansão da demanda tende a ser limitada, limitando futuramente a oferta de ações. Assim, em mercados como esse, momentos de expansão tenderiam a ser passageiros e o mercado poderia não cumprir adequadamente sua função de provedor de recursos (para as empresas operarem e investirem).

Passando à análise do período 2004-2008, fica claro que ele se caracteriza por uma conjunção de fatores nunca antes alcançada, que desencadeou a fase mais próspera do MAB. Como já destacado, a estabilidade macroeconômica (aceleração do crescimento, bons resultados de balanço de pagamentos, resultados fiscais dentro do esperado e inflação contida), a perspectiva de maior crescimento econômico e aceleração de investimentos, o quadro de maior liquidez do mercado, a valorização cambial e a redução das taxas básicas de juros a partir de 2006 favoreceram amplamente a demanda por ações no período. O mesmo ocorre pelo lado da oferta, onde o

crescimento e a estabilidade econômica levaram a um forte aumento do nível de investimentos, as elevadas taxas básicas de juros (embora cadentes a partir de 2006) representaram altos custos de assunção de dívidas bancárias ou emissão de títulos de dívida e as restrições à utilização do mercado acionário não se verificaram, favorecendo a emissão de ações.

Sobre este quadro, então, o MAB vivenciou um período de forte expansão, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário, até então inédito em sua história. Recapitulando, entre 2004 e 2008, as emissões primárias no período giraram em torno de US\$ 9,5 bilhões, atingindo o patamar de US\$ 19,9 bilhões em 2008, enquanto o volume negociado no mercado secundário girava em volta de uma média de US\$ 368 bilhões. No entanto, o perfil da expansão, quanto aos riscos a ela associados, foi ambíguo:

De um lado, a concentração no mercado primário aumentou, com elevada participação de investidores estrangeiros como adquirentes das emissões primárias de ações e maior concentração pelo lado da oferta, tanto em termos de empresas individuais (Vale, OGX, Gerdau) quanto de setores (Extrativa Mineral e Construção Civil), assim como a concentração em empresas (Petrobras, Vale e Itaú) e setores (commodities) em termos de capitalização no mercado secundário. Ressalta-se que houve também um aumento da participação de investidores estrangeiros no volume negociado no mercado secundário no período.

Por outro lado, a concentração do mercado secundário em termos de volume negociado diminuiu, principalmente na fase ascendente do ciclo, onde houve uma queda na concentração em torno dos papéis mais negociados e uma maior “popularização” do mercado quanto à participação dos investidores (mesmo com uma elevação da participação dos investidores estrangeiros). Em termos de condições de liquidez, embora elas dependam fortemente da influência de fatores conjunturais, houve uma melhora qualitativa destas condições em virtude da crescente presença de ações listadas em níveis diferenciados de governança e da obtenção do grau de investimento pelo Brasil – o mesmo vale para a volatilidade, ressaltando que ela é ainda mais sensível a fatores conjunturais.

Dado este panorama, cabe aprofundar as implicações de dois elementos-chave: o aumento da participação dos investidores estrangeiros e o aumento da liquidez. No caso do primeiro, o possível aumento da demanda e da liquidez do mercado proporcionado pela maior presença de investidores estrangeiros pode vir acompanhado de aumento da volatilidade dos fluxos de negócios e dos preços dos ativos – e, conseqüentemente, dos riscos envolvidos. Tal tendência é mais provável e potencialmente prejudicial quando se trata de mercados “pequenos” relativamente aos fluxos de capital estrangeiro passíveis de entrar e sair do país. Neste sentido, embora o MAB possa ser considerado um mercado “grande” em relação aos demais mercados de países em desenvolvimento em termos de capitalização, ele representa apenas 3% do tamanho dos mercados de países desenvolvidos (EUA, Alemanha, Japão e Inglaterra); o mesmo vale para o volume negociado, que representa apenas 0,7% do total dos países desenvolvidos; ainda mais, se considerarmos os fluxos de capital dos países desenvolvidos para investimentos em carteira em mercados externos, poder-se-ia “comprar” todo o mercado brasileiro (estoque médio anual de ações do MAB). Sendo assim, a presença destes investidores tenderia a reforçar os movimentos conjunturais representando um fator potencial de risco.

Por outro lado, o segundo elemento não representa apenas uma melhora conjuntural, mas também estrutural do perfil de risco do mercado: com a ampliação da participação de pessoas físicas, clubes de investimentos, investidores institucionais e mesmo investidores estrangeiros, no mercado, a ampliação das companhias em listagens diferenciadas e a obtenção do *investment grade*, a liquidez do mercado tende a aumentar, aumentando também o prêmio de liquidez das ações negociadas no MAB. Isto tende a gerar uma demanda mais recorrente e contribui para a sustentabilidade da expansão.

Por fim, conclui-se que, de um modo geral, a expansão do período 2004-2008 apresentou melhores condições de risco, contribuindo para uma expansão de caráter mais estrutural do mercado. No entanto, o aumento da participação de investidores estrangeiros pode ser um elemento gerador de instabilidade, não tão importante nas fases ascendentes do ciclo, mas fortemente relevante nas fases de retração do mercado (como já dito, em ambas, estes investidores tendem a acentuar o comportamento de curto prazo, tanto na direção de uma bolha, como na direção oposta).

Referências Bibliográficas

- CARVALHO, F. J. Cardim de; SOUZA, F. E. P. de; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R. de; e STUDART, R. (2000 ou 2007). *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus. Cap. 13 e 15-18 (2000) ou Cap. 15 e 17-20 (2007).
- CARVALHO, F. J. Cardim de (mimeo). *Financing Development: Some Conceptual Issues*. Rio de Janeiro, 2009.
- DAVIDSON, P. (1972) *Money and The Real World*. Cap 3-4. Wiley.
- EICHNER, A.S. (1976) *The Megacorp and Oligopoly*. Cap 2/3, pp. 19-107. Cambridge University Press.
- HERMANN, J. (2002a) Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period. *Journal of Latin American Studies*, 34. Rio de Janeiro.
- _____. (2002b) Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. *Tese de Doutorado*. Cap 3/6/8. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).
- _____. (2003). “Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil”, in SICSÚ, J. DE PAULA, L. F. R. e OREIRO, J. L., *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo e Rio de Janeiro: Editora Manole e Fundação Konrad Adenauer, Cap. 7, pp. 241-293.
- GOLDSMITH, R. W. *Financial Structure and Development*. New Haven and London Yale University Press, Studies in Comparative Economics 9, London. 1969.

- KALECKI, M. (1937). Principle of increasing risk. *Economica*, n.4. November 1937.
- KEYNES, J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave/MacMillan, 2007.
- LEVINE, Ross (2004). “Finance and Growth: theory and evidence”. *Paper prepared for the Handbook of Economic Growth*. Carlson School of Management, University of Minnesota and the NBER.
- LEVINE, Ross; ZERVOS, S. “Stock market development and long run growth”. *World Bank Policy Research WP*, 1582, 1996.
- MACEDO e SILVA, A. (1994). *Macroeconomia sem Equilíbrio*. Cap 8. Petrópolis: Vozes, 1999.
- MB ASSOCIADOS (2002). “Desafios e oportunidades do mercado de capitais brasileiro.” *Bovespa - Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais*. São Paulo.
- MISKY, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment - Reply. *American Economic Review*, sept. 1958, pp 655-669.
- MYERS, S. Financing of Corporations. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier B.V., Cap. 4, pp 216-247, 2003.
- MYERS, S. MAJLUF, N. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Informations the Investors Not Have. *NBER Working Papers Series*, No. 1396.
- POSSAS, M. L. *A dinâmica da economia capitalista: uma abordagem teórica*. São Paulo, ed. Brasiliense, 1987.

- SARNO, P. M. (2006). *A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ. Introdução, Caps 1/4.
- STIGLITZ, J . E. (1988). Why financial structure matters. *Journal of Economics Perspectives*, v.2, n.4, p.121-12, out.
- STIGLITZ, J . E., BOADWAY, R. W. (1994). *Economics*. Londres; New York W.W. Norton.
- STUDART, R. *Estado, mercados e o financiamento do desenvolvimento*. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Textos para Discussão 390, Rio de Janeiro. 1997.
- _____. *Saving, Financial Markets and Economic Development: Theory and Lessons from Brazil*. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Textos para Discussão 306, Rio de Janeiro. 1994.
- TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA. (2000). “O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil”. *Bovespa - Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais*. São Paulo.
- TOBIN, J. (1958) Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, Vol 25, No. 2, pp. 65-86.
- ZONENSCHAIN, C. N. (2002). “Estrutura de Capital das Empresas no Brasil”. *Revista do BNDES*, nº 10. Rio de Janeiro.