

LUNA, Francisco Vidal. O Mercado de Capitais e a Economia Brasileira. *Revista Tibiricá*. São Paulo, no. 14, p. 5-7, jan/jul. 1981.

Mercado de Capitais e a Economia Brasileira (*)

FRANCISCO VIDAL LUNA

Assessor da Presidência da Bolsa de Valores de São Paulo
Professor da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo

A idéia básica desta Palestra é apresentar uma evolução retrospectiva do mercado de capitais no Brasil, situando esta evolução, desde a sua reestruturação que ocorreu a partir de 1964, dentro dos quadros da economia brasileira.

ANTECEDENTES

Para entendermos de que forma se organizou o mercado de capitais no Brasil, teremos que fazer uma análise dos antecedentes da organização desse mercado, ou seja, o que era o mercado nos seus primórdios, antes da reestruturação que se efetuou basicamente no período pós-1964.

Se considerarmos o período imediatamente anterior, verificaremos que a economia brasileira passou por um período de acelerado crescimento. O pós-guerra significou, em termos de economia brasileira, um dos períodos de mais acelerado crescimento já experimentado pelo Brasil. Entretanto, esse crescimento se fazia com algumas distorções relativamente sérias. Se, por um lado, a economia crescia, tendo-se implantado nesse período uma indústria de bens de consumo duráveis, como a indústria automobilística, por outro lado a economia apresentava algumas distorções sérias, principalmente no processo de financiamento desse desenvolvimento. Faltavam, em verdade, mecanismos de transferência de poupança entre as unidades poupadoras e as unidades investidoras. Nesse período, o país vivia uma inflação bastante acelerada, se bem que em níveis inferiores aos atuais, mas dentro da tradição de inflação em níveis altos com que sempre conviveu a economia brasileira. E, nesse período que vai da década de 50 até o início da década de 60, vimos o país passar por altos níveis de inflação e vigorou, ao mesmo tempo, uma lei de usura que em verdade impedia que se remunerassem os poupadores com taxas de juros nominais superiores a 12% ao ano. Se nos lembrarmos que a taxa de inflação, naquele período, foi sempre superior a 20% e que a lei de usura limitava a taxa de juros nominais a 12%, claro que as pessoas que aplicassem em títulos de renda estariam obtendo uma rentabilidade negativa.

Nesse período criaram-se várias alternativas, várias formas de contornar esse tipo de problema, como, por exemplo, as Letras de Câmbio, que eram negociadas com deságio e constituíam uma forma “miraculosa” de contornar a lei de usura, pois, o deságio não era considerado como juros. Além das Letras de Câmbio, único papel privado de médio prazo que existia, foram também colocados no mercado títulos da dívida federal e de alguns Estados. Sua colocação era comumente feita de maneira compulsória, pois não havia, na realidade, mecanismos de captação desses recursos de forma voluntária.

* Conferência proferida na Faculdade Tibiriçá, em 1o. de setembro de 1990.

Essa dificuldade de mobilizar recursos de médio e longo prazo fazia com que o segmento privado e público não dispusesse de mecanismos ou de formas de financiamentos de suas operações de maior maturação. No caso específico do setor público, o financiamento das operações de investimentos que envolviam prazos de maturidade maiores era feito, em larga medida, através de emissões. Tais emissões, se por um lado resolviam o problema de financiar os investimentos, por outro lado representavam déficits orçamentários bastante significativos. Nos primeiros anos da década de 60, ou seja nos anos 62/63/64, esses déficits públicos chegaram a atingir 5% do Produto Interno Bruto.

Do lado do setor privado, seus financiamentos davam-se principalmente através de autofinanciamento (geração de lucros) e, eventualmente, através de empréstimos externos.

Em meados da década de 50, criou-se o BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, que funcionava ainda em termos reduzidos e com o objetivo prioritário de financiar o setor público.

REORGANIZAÇÃO DO MERCADO

No período de 1964-1967 é que se efetuam as medidas mais importantes em termos de organização do mercado de capitais. A atual configuração do mercado de capitais é, por assim dizer, fruto das mudanças efetuados naquele período.

A primeira medida, e talvez a mais importante, foi a instituição da correção monetária, em 16 de julho de 1964, pela Lei nº. 4357. Com esse mecanismo de indexação de títulos da dívida do governo, criaram-se as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. A criação das ORTN é o ato de nascimento da própria idéia da indexação no Brasil. Essa primeira aplicação da correção monetária em títulos da dívida pública foi sendo estendida gradativamente a outros setores, não só na área financeira como em contratos de outros segmentos da economia.

Qual a razão da correção monetária? Em verdade, no bojo da criação da correção monetária está a idéia de propiciar remuneração positiva aos poupadores. Vimos anteriormente como a convivência de uma inflação elevada com a lei de usura impedia que os detentores de poupança pudessem aplicá-la auferindo retornos positivos. O mecanismo de correção monetária visava exatamente superar esse tipo de impasse. Em outras palavras, o impasse não seria solucionado pelo término da inflação, mas sim pela indexação dos títulos de dívida.

Além da correção monetária, foram tomadas, no período de 1964-1967, outras medidas de profundidade na reorganização do mercado financeiro e de capitais.

Uma outra medida importante que deve ser lembrada é a reforma bancária, efetuada pela Lei nº. 4595, de dezembro de 1964. Essa lei redefiniu as funções dos agentes que operavam na área monetária. Com a Lei nº. 4595, criaram-se os agentes mais importantes na condução futura do mercado financeiro e de capitais, ou seja o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional. Até então, a política monetária no Brasil era basicamente exercida pelo Banco do Brasil e pela SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito. Além dessas medidas na área bancária, definiram-se funções mais claras para o próprio Banco do Brasil, que até então era o condutor da política monetária, e para o BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

Na área de mercado de capitais, o instrumento básico foi a Lei nº. 4728, de 1965, que redefiniu funções, criou novos agentes, organizou o sistema de distribuição do

mercado de capitais, definiu as instituições que poderiam operar nesse mercado e representou toda uma reformulação do arcabouço do mercado de capitais. O sistema de distribuição do mercado passou, a partir da Lei nº. 4728, a ser exercido pelas Bolsas de Valores, pelas Sociedades Corretoras, pelas Sociedades Distribuidoras e pelos Bancos de Investimentos. Notem que algumas dessas instituições já existiam com uma outra configuração, com roupagem mais modesta; deu-se uma roupagem nova às instituições já existentes. Por exemplo, as Bolsas de Valores eram, até essa época, instituições de direito público, sendo a Bolsa de Valores de São Paulo ligada à Secretaria da Fazenda do Estado. Por essa reformulação, as Bolsas tornaram-se sociedades civis de direito privado e passaram a ser de propriedade das Sociedades Corretoras criadas nesse período. As atuais Corretoras significam essencialmente uma reformulação da legislação anterior, na qual existiam, não as Corretoras constituídas em forma de sociedade, mas os Corretores de Fundos Públicos, que eram indivíduos com funções um tanto cartoriais, exercendo de certa forma uma representação pública. Esses antigos Corretores de Fundos Públicos, ao reformular-se a legislação, tiveram direito a constituir-se na forma de Sociedades (anônimas ou limitadas) Corretoras de Valores. Em São Paulo, existiam 50 Corretores de Fundos Públicos e cerca de 45 deles transformaram-se em Sociedades Corretoras. Além desses Corretores de Fundos Públicos, permitiu-se que outras pessoas também pudessem constituir Sociedades Corretoras. Naquela oportunidade, em São Paulo, criaram-se 134 Corretoras, ou seja, cerca de 90 Corretoras, então constituídas, estavam fora da alçada dos antigos Corretores de Títulos Públicos.

Outros dois tipos de instituições, criadas pela Lei nº. 4728, de 1965, foram as Sociedades Distribuidoras e os Bancos de Investimentos. Na sua origem, pretendia-se que os Bancos de Investimentos tivessem uma forma de atuação diferente da que têm hoje. Desejava-se, em verdade, que os Bancos de Investimentos não fossem agentes bancários, mas muito mais agentes de investimentos, isto é, que agissem não na intermediação de empréstimos mas na aplicação de investimentos de riscos. De modo geral, os Bancos de Investimentos foram adaptando-se a funções típicas de bancos comerciais, simplesmente com diferença de prazo em relação aos bancos comerciais convencionais.

O Banco Central ficou com a função de Banco regulador do mercado de capitais então criado. Mais tarde, em 1978-79, constituiu-se a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, que assumiria a maior parte das funções reguladoras do mercado de ações, que eram também da alçada do Banco Central.

Ainda naquele período de grandes reformas pelas quais passou a economia brasileira, implantaram-se mecanismos que tiveram extrema importância no futuro desenvolvimento da economia. Instituiu-se, em 1966, através da Lei nº. 5107, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, que representou o primeiro fundo de poupança compulsória.

O FGTS tinha duas funções simultâneas: visava, por um lado, acabar com o sistema tradicional de indenização que existia nas relações trabalhistas e, por outro lado, viabilizar um plano habitacional que havia sido colocado em prática um ano antes, no qual o principal agente era o Banco Nacional de Habitação, mas que não contava com fontes suficientes de recursos. Embora houvesse sido criado um sistema de financiamento dessas operações, só a partir da instituição do FGTS é que se dá viabilidade ao plano de investimentos na área habitacional, então implantado. O êxito alcançado pelo FGTS fez com que, posteriormente, em 1970, fossem criados dois outros fundos de poupança compulsória, o PIS – Programa de Integração Social, e o PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, um na esfera do setor privado e outro na esfera do setor público. Visavam propiciar a participação dos trabalhadores nos resultados das empresas, ou nos recursos geridos pelo setor público.

Outra das reformas que precisamos mencionar é a da criação de um amplo sistema de incentivos fiscais, que visava estimular não só a poupança (nesse sentido, dava-se incentivo fiscal às aplicações em ORTN e outros títulos, inclusive privados) como também incentivar os investimentos em determinadas áreas de atividade. No caso específico que nos interessa, na área do mercado de capitais e, particularmente, no mercado de ações, o mais importante desses incentivos foi o Decreto Lei 157, baixado em 1967. Convém lembrar que o período 1965-67 foi bastante difícil, em termos econômicos. Vivia-se um período de recessão; a maior parte das empresas encontravam-se bastante endividadas. O objetivo básico do DL 157 foi propiciar recursos a essas empresas para alocá-los principalmente no seu capital de giro. Portanto, não visava a propiciar recursos para investimentos, mas solucionar o problema da carência de capital de giro que a maior parte das empresas enfrentava nesse período. Nesse sentido, os recursos seriam geridos por uma instituição financeira e deveriam ser transferidos para empresas que atendessem determinadas regras. Além desse objetivo de capitalizar empresas em situação financeira difícil, o DL 157 visava criar na população o hábito de aplicar em ações. Este segundo objetivo, ao longo dos anos de vigência do DL 157, teve pouco êxito. A maior parte das críticas que hoje se fazem ao DL 157 refere-se ao fato de não ter criado o hábito de aplicações em ações, dados que as pessoas vêem no DL 157 apenas uma concessão do Estado, sem qualquer preocupação quanto à rentabilidade da aplicação.

Vejam os resultados dessas medidas. Inegavelmente, esses mecanismos lograram resultados bastante satisfatórios. O período no qual essas medidas foram postas em prática foi uma fase de acelerado crescimento da economia brasileira, especialmente a partir de 1967. Foram os anos do “milagre”, como todos se recordam, e que permitiram que o sistema financeiro então implantado, tanto na área monetária como na área do mercado de capitais, propiciasse efetivos resultados. Mudou-se radicalmente o porte e a configuração do mercado. Até 1964, o mercado se restringia a operações de depósito a vista e de empréstimos a curto prazo. Hoje, pelo contrário, o mercado apresenta um porte e uma sofisticação de operações consideráveis para a escala de nossa economia. Os ativos financeiros que, em meados da década de 60, representavam algo em torno de 30% do PIB, hoje ultrapassam a marca dos 50%.

MODIFICAÇÕES NO DL 157

O projeto de decreto lei divulgado pelo governo, propondo modificações na aplicação dos incentivos fiscais 157, contentou em parte as corretoras e os bancos, embora não tenha atendido completamente às sugestões desses dois segmentos. Os bancos de investimentos propunham a criação de uma contrapartida de recursos próprios dos contribuintes mas não queriam a possibilidade da carteira própria. As corretoras sugeriam a carteira própria e uma contrapartida em percentuais inferiores aos níveis definidos pelo governo.

Mas, como tanto os bancos quanto as corretoras temiam o pior – a eliminação pura e simples dos incentivos fiscais – o meio termo encontrado pelas autoridades monetárias foi recebido, por ambas as partes, como uma vitória. “A Bolsa de Valores saiu vitoriosa com a criação da carteira própria que reivindicávamos para os contribuintes”, disse seu presidente, Fernando Luiz Nabuco de Abreu. Ele lamentou apenas que não tenha sido aprovada a realização de leilão para os incentivos que não forem utilizados, e que as margens de contrapartida sejam um pouco elevadas.

Para o presidente da Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais, Jouji Kawassaki, o que foi proposto pelo governo é “melhor que o esperado”. A contrapartida está dentro da realidade e essa margem de recursos próprios não deverá provocar grande evasão de incentivos pelo desinteresse dos contribuintes. Kawassaki sugere, porém, que as modificações não entrem em vigor no próximo ano mas apenas a partir de 1982 para que haja tempo suficiente às adaptações no sistema de computação dos bancos e para que o público em geral seja bem informado sobre os novos critérios.

(Estado, 22-11-80)

Observem o Quadro I, em que aparecem os dados da poupança financeira nacional, fluxo e estoque.

QUADRO I

POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA NACIONAL

Fluxo no ano - Cr\$ milhões

DISCRIMINAÇÃO	1964		1979	
	Valor	%	Valor	%
Haveres Financeiros				
- Haveres Monetários	2.261	68,2	353.168	22,3
- Haveres não Monetários	274	8,3	622.248	39,3
- Públicos	213	6,4	431.427	27,3
- Privados	61	1,8	190.821	12,1
Poupança Compulsória			307.284	19,4
- FGTS			140.935	8,9
- PIS			113.484	7,2

- PASEP			52.865	3,3
Fundos Mútuos/Fiscais e Seguradoras	44	1,3	28.236	1,8
Emissões de Ações	797	24,1	251.464	15,9
- Colocações Públicas			10.957	0,7
- Outras em Dinheiro	454	13,7	58.265	3,7
- Reservas	343	10,4	182.242	11,5
Poupança Financeira Bruta Interna	3.376	101,9	1.562.400	98,7
Poupança Financeira Bruta Externa	(62)	(1,9)	19.655	1,3
Total Poupança Financeira				
- Cr\$ nominais	3.314		1.582.055	
- Cr\$ preços de 1979	189.660		1.582.055	
- US\$ médio 1979	6.912		57.655	

Fonte: Banco Central do Brasil

Neste quadro, comparam-se os dados de 1964 e de 1979. A mudança mais importante que devemos notar é na composição. Os haveres monetários, que em 1974, representavam 68% (o grosso da poupança nacional estava constituído por haveres monetários, basicamente moeda e depósitos a vista), em 1979 representavam algo em torno de 22%. Por outro lado, os haveres não monetários, públicos ou privados, tiveram sua participação extremamente elevada, passando de algo em torno de 8% para 39% em 1979. Além disso, a poupança compulsória, inexistente em 1974, representava, em 1979, cerca de 19%. Essas foram as alterações mais significativas que ocorreram na composição da poupança.

Em termos de porte, se tomarmos esses valores em dólares, vemos que passamos de um fluxo de poupança de US\$ 7 bilhões anuais, para algo em torno de US\$ 57 bilhões, o que é bastante significativo para um período de 15 anos.

O Quadro I mostrou o fluxo de poupança financeira em um ano. No Quadro II vemos o saldo acumulado até o final do período.

QUADRO II

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Saldo - Cr\$ milhões

DISCRIMINAÇÃO	1964		1979	
	Valor	%	Valor	%
Haveres Monetários (a)	5.087	92,0	836.258	33,2
Haveres não Monetários (b)	443	8,0	1.683.748	66,8
- Depósitos de Poupança			516.843	20,5
- Depósitos a Prazo Fixo	140	2,5	361.562	14,3

- Letras de Câmbio	230	4,2	186.684	7,4
- Letras Imobiliárias			12.130	0,5
- Títulos Públicos	73	1,3	606.529	24,1
Total nominal (a + b)	5.530	100,0	2.520.006	100,0
Total Preços de 1979	318.735		2.520.006	
Total US\$ médio 1979	11.616		91.837	

Fonte: Banco Central do Brasil

Em termos de haveres mais importantes, tomado o ano de 1979, vemos que as Cadernetas de Poupança, não existentes no período anterior, apresentavam 20% do estoque de poupança existente ao final de 1979. Os depósitos a Prazo Fixo, que vêm perdendo um pouco de posição relativa pois já tiveram uma representatividade maior, ao final de 1979 representavam 14% do estoque de poupança. As Letras de Câmbio que, no início da década de 70, foram um dos ativos financeiros mais importantes, foram perdendo representatividade, situando-se hoje em 7%. Os títulos públicos, por outro lado, representam hoje os haveres mais representativos, com 24% do total. Tomado na sua totalidade, o saldo de poupança financeira passou de US\$ 11 bilhões para US\$ 91 bilhões, no período considerado.

Nesse modelo, entretanto, nem tudo são rosas. Na verdade, nessa reorganização do sistema financeiro ocorreram alguns problemas sérios. O período 1968 – 73 foi o de consolidação desse sistema financeiro. Foi um período de acelerado crescimento econômico, de relativa estabilidade inflacionária (as taxas de inflação se apresentaram gradativamente decrescentes no período todo), os setores público e privado pareciam definir participações estáveis na gestão dessa poupança financeira, na qual o Estado tem uma representação bastante significativa; o setor financeiro parecia ganhar sua configuração definitiva. Entre 1968 e 1973, houve um período inicial difícil, em que se deu inclusive, no setor financeiro, uma certa tendência à formação de conglomerados, mas logo o funcionamento do sistema se normalizou e passou a operar sem grandes sobressaltos. É a partir de 1973, com o recrudescimento da inflação, que alguns problemas começaram a surgir neste sistema.

O problema maior ocorre com a instabilidade que se verifica, na medida em que nesse sistema operavam tanto ativos com correção monetária como ativos com taxa de juros nominal. Notem que, em 1973, a taxa de inflação se apresentava relativamente baixa (pretendia-se que fosse de 12%, embora fosse superior a esse percentual), mas se tinha clara consciência que a inflação mudaria sua curva e iniciar um processo de elevação.

Nesse período, ocorreram dois comportamentos radicalmente distintos por parte dos agentes econômicos. Por um lado, o segmento demandante de recursos (em princípio, as empresas) estava interessado em captar recursos não indexados, ou seja, numa taxa de juros nominal fixa, a qual ainda não se havia elevado na proporção da elevação dos preços que se esperava no futuro. Por outro lado, os poupadores, os agentes que tinham suas poupanças aplicadas no sistema financeiro, procuravam, nesse período 1973-74, precaver-se contra uma possível elevação da taxa de inflação. E a melhor maneira que existia para isso era tomar, não papéis com taxa de juros nominal prefixada, mas papéis indexados com a correção monetária, a qual, até então, ainda acompanhava com certo equilíbrio a taxa de inflação do período. Ora, isso gerava uma dicotomia entre a oferta de recursos e a demanda de recursos. Os demandantes queriam recursos com taxas de juros prefixadas e os ofertantes queriam recursos financeiros com correção monetária. O grande problema era que o setor que operava com indexação, com correção monetária, era o setor público, através das ORTN, das Cadernetas de

Poupança e das Letras Imobiliárias, captadas pelo Estado ou com a sua garantia. O segmento privado operava basicamente captando com juros prefixados, ou seja, através dos Certificados de Depósito (CDB) e das Letras de Câmbio. Embora os CDB pudessem ser colocados com correção monetária pós-fixada, esse tipo de ativo não era comumente utilizado pelo mercado. Ocorreu, então, uma corrida, uma transferência de recursos do setor que operava com títulos não indexados, isto é, do setor que operava com CDB e Letras de Câmbio, para o setor que operava com Caderneta de Poupança e ORTN. Os tomadores de recursos, por sua vez, dirigiam-se para o sistema bancário, que operava com taxas de juros nominais. Isso acabou criando sérios problemas de liquidez para o sistema financeiro.

No período 1973-75, ocorreram várias quebras de instituições financeiras, inclusive alguns conglomerados financeiros de relativo porte. As autoridades monetárias, principalmente através do Banco Central, viram-se obrigadas a socorrer financeiramente uma série de instituições financeiras, dando-lhes auxílio financeiro diretamente ou com o intuito de propiciar as fusões e incorporações que ocorreram nesse período.

Em função desse processo, a parcela de recursos gerida pelo Estado, que era tradicionalmente elevada, cresceu ainda mais. No período 1965-74, o Estado, através de suas agências (BNDE, Sistema Financeiro da Habitação, etc.), controlava algo em torno de 55% a 60% da poupança financeira nacional. A partir de 1974, o Estado ampliou sua parcela na gestão de recursos que chegou a alcançar 70% da poupança financeira.

CONSEQUÊNCIAS

Apresentado esse rápido panorama do mercado, vejamos as consequências dessa organização sobre o mercado de ações, que é o tema básico deste ciclo de palestras.

O Estado, através de suas várias agências, controla um percentual de recursos, como vimos, superior a 60%, atingindo em alguns períodos a 70% da poupança financeira. Esses recursos, sejam eles captados de forma voluntária (do tipo Caderneta de Poupança e ORTN) ou compulsória (através do FGTS, PIS e PASEP), remuneram com correção monetária e mais uma taxa de juros que varia, dependendo do ativo, de 3% a 6% ao ano. Paralelamente a essa captação, o governo administrou, até há dois anos atrás (as regras do jogo se modificaram algo a partir de 1979), um amplo sistema de subsídios. A partir de 1974, as operações do BNDE, por exemplo, eram cobradas à razão de 20% de correção máxima pré-fixada e mais uma taxa de juros que variava dependendo da operação, o que significou um incentivo bastante alentador para o sistema industrial nesse período. O governo também administrava um sistema de crédito subsidiado à agricultura, às exportações e à maior parte dos investimentos nos mais variados setores.

Vejamos as consequências de o governo captar com juros mais correção monetária e aplicar esses recursos através de um amplo sistema de subsídios. O governo emprestava a taxas inferiores à sua captação, ou seja, operava com spread negativo com ônus orçamentário que atingiu em 1978-79, montantes bastante significativos.

Na medida que o governo captava com juros de 3% a 6% mais correção monetária, definiu um patamar mínimo de remuneração que o público exigia em outras aplicações. Era bastante difícil colocar-se um ativo financeiro que não tivesse, como remuneração, pelo menos, aqueles níveis que o governo oferecia nos seus próprios títulos, que apresentavam, de modo geral, alta liquidez e, praticamente, risco zero.

Esse tipo de aplicação, sem risco e com remuneração positiva, afastava os investidores do mercado de ações. Como sabem, o mercado de ações é, por excelência, um mercado de risco. É um mercado onde a remuneração não é dada: pode apresentar uma alta rentabilidade num determinado período e rentabilidade baixa em outro. Está inerente ao mercado de ações o risco da aplicação que nele se faz. No entanto, a maior parte dos investidores, dos poupadores, não estava disposta a correr esse tipo de risco, dado que tinha independente da inflação, alguns ativos que remuneravam de forma positiva e sem riscos.

De outra parte, o governo, na medida em que administrava um amplo sistema de créditos subsidiados, permitia que as empresas captassem recursos para investimentos, e inclusive para capital de giro, a taxas de juros negativas em muitos casos, o que fazia com que essas empresas, de um modo geral, não vissem no mercado de ações uma fonte de captação de recursos comparável a esse crédito subsidiado. Entre obter recursos, por exemplo, do BNDE, a taxas de 20% pré-fixadas, e obter recursos no mercado de ações, obviamente as empresas optavam pelo sistema de crédito subsidiado.

Nesse período, o que se verifica é uma captação de recursos no mercado de ações muito baixa por parte das empresas. É bastante reduzido o número de emissões públicas registradas no Banco Central e na CVM até 1978. De um lado, não havia recursos e, de outro, as empresas não se interessavam, ou seja, o círculo se mantinha fechado.

Essa situação de afastamento da empresa e do aplicador do mercado de ações teve uma relativa mudança a partir do final de 1978 e, principalmente, no ano de 1979. São várias as razões que explicam essa mudança de comportamento.

Por um lado, as empresas apresentam hoje níveis bastante elevados de endividamento. De modo geral, as empresas operam com 2/3 de recursos de terceiros e 1/3 de recursos próprios. Se tomarmos uma amostra significativa de empresas privadas nacionais, essa proporção possivelmente aparecerá como a média. Isso não significa, é claro, que todas as empresas operam dentro dessa proporção. Essa relação é, pelo menos, alarmante. As despesas financeiras das empresas em geral, principalmente empresas privadas nacionais, tem apresentado níveis bastante elevados. Se tomarmos o lucro líquido das empresas antes de retirarmos as despesas financeiras, verificaremos que as despesas financeiras em relação a esse lucro líquido tem, na média, onerado as empresas em aproximadamente 70%, o que é bastante elevado.

Por outro lado, as empresas embora endividadas, oneradas nos seus lucros pelas despesas financeiras necessitam de mais recursos para financiar suas operações. E hoje encontram extrema dificuldade na medida em que as linhas de crédito bancário estão limitadas a uma expansão máxima de 45% e o crédito subsidiado está praticamente eliminado das operações industriais. Existem alguns saldos remanescentes do ano passado, existem algumas operações específicas que ainda têm subsídio, mas, de modo geral, o crédito subsidiado está desaparecendo.

Isso fez com que as empresas vissem no mercado de ações, até então por elas ignorado, uma viabilidade em termo de obtenção de recursos. Voltam-se agora para o mercado, porque necessitam de recursos e, de sua parte, o mercado de ações é um dos poucos segmentos do sistema financeiro que hoje, ao contrário de outros períodos, dispõe de recursos.

OFERTAS DE RECURSOS

A oferta de recursos no mercado de ações é hoje bastante significativo. A próxima palestra deste ciclo versará seguramente sobre investidores institucionais (Fundos 157, Fundos Mútuos, Sociedades de Investimento, Seguradoras e Fundos de Pensão), que aí serão examinados com maior profundidade. Quero hoje mencionar apenas sua dimensão, a fim de avaliar o seu fluxo de recursos.

Entre eles, o Fundo 157 é o mais tradicional. Durante toda a década de 70 o sistema de Fundos 157, foi, sem dúvida, o principal sistema de aporte de recursos para o mercado de ações, havendo perdido essa primazia a partir de 1980.

O Fundos Mútuos, durante o período 1970-1971, tiveram alguma significância e depois se tornaram, ao longo da década de 70, vendedores líquidos. Hoje apresentam um porte bastante reduzido.

As Sociedades de Investimento, criadas pelo Decreto-Lei 1401, operam com capital estrangeiro. Acreditava-se que, uma vez constituídas essas sociedades, o fluxo de recursos para o mercado a partir de capital estrangeiro fosse bastante significativo, mas tais expectativas se frustraram. São também investidores institucionais de pequeno porte.

As Seguradoras são obrigadas a manter reservas técnicas e aplicar uma parcela significativa de seus recursos no mercado acionário. Essas instituições, que vieram para o mercado por volta de 1976-77, são hoje importantes investidoras no mercado.

O mais significativo dos investidores, já a partir de 1979 e principalmente em 1980, são os Fundos de Pensão, que representam sociedades de complementação de aposentadoria a nível das empresas. Possuem hoje um patrimônio bastante significativo. Segundo a Secretaria de Previdência Complementar, do Ministério da Previdência e Assistência Social, a qual administra e controla esses Fundos, os 100 Fundos atualmente constituídos ou em constituição representam um patrimônio em torno de 120 bilhões de cruzeiros. São Fundos novos, que têm no máximo um ou dois anos de existência, e já representam um patrimônio de grande porte. Desses recursos, pelo menos 20%, e até 40% no máximo, devem ser aplicados em ações.

INTERVENÇÃO EM BANCO E DISTRIBUIDORA DE SP

O Banco Central decidiu, intervir em duas instituições financeiras de São Paulo: O Banco Regional, do grupo Jaime Chalam, e a Enrique Distribuidora de Títulos e Valores, do Grupo Enrique Carmine, por terem ambas deixado de honrar cheques de sua emissão. O Banco Regional emitiu diversos cheques sem fundo, no valor total de Cr\$ 164 milhões, enquanto a Enrique deixou a descoberto cheques no valor de Cr\$ 64 milhões.

O presidente do Banco Central, Carlos Geraldo Langoni, afirmou, no Rio, pouco antes de se reunir com o diretor da área de Mercado de Capitais, Hermann Wagner Wey, para redigir o ato de intervenção, que o governo não cobrirá eventuais prejuízos dos investidores que aplicaram em títulos do Banco Regional. Wey explicou que a intervenção obedecerá às normas do Decreto-Lei nº. 6.024, que torna indisponíveis imediatamente todos os bens dos proprietários e dos diretores das duas instituições.

(“Estado”, 22-11-1980)

A esses investidores se exigem regras de diversificação e, além disso, devem alocar parcelas significativas de suas aplicações em ações de empresas privadas nacionais. Isso tem permitido que a participação em Bolsa das ações dessas empresas privadas nacionais tenha crescido largamente nos últimos três ou quatro anos, como veremos nas tabelas que serão mostradas adiante.

Além dos investidores institucionais, tivemos recentemente uma volta dos investidores individuais ao mercado de ações. Provavelmente, trata-se de uma volta temporária, simplesmente por condições específicas do sistema financeiro. O tabelamento da correção monetária em 45% tornou pouco atraente a maior parte das aplicações no sistema financeiro. Assim, uma grande parcela dos recursos antes aplicados em renda fixa, ou em outros segmentos do mercado de capitais, transferiu-se para o mercado de ações.

Vejam, no Quadro III, a participação das ações mais transacionadas no movimento da Bolsa de Valores de São Paulo.

QUADRO III
PARTICIPAÇÃO SOBRE O VALOR NEGOCIADO – BVSP
(por ação)

ANO	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Maior	17,4	28,7	20,0	16,2	17,4	5,8
5 maiores	53,8	65,8	52,6	41,0	33,5	17,8
10 maiores	63,1	73,5	61,5	52,5	41,5	26,5
20 maiores	71,2	79,7	70,6	63,6	53,0	38,8
50 maiores	82,1	88,6	83,8	81,3	72,0	62,3
100 maiores	89,9	94,0	91,6	90,7	85,1	80,0

Esse quadro serve como exemplo da relativa desconcentração provocada pela atuação desses investidores institucionais no mercado de ações, pelo menos na Bolsa paulista. Com efeito, se tomarmos o ano mais crítico em termos de concentração, que foi o ano de 1975, verificaremos que apenas uma ação participava sozinha com 28,7% do movimento diário da Bolsa. Era um dos tipos de ações da Petrobrás. As 5 ações mais transacionadas participavam com quase 66%, etc. O que se verifica é que o mercado era extremamente concentrado; era um mercado de umas poucas ações com alguma representatividade. Essas ações mais negociadas eram constituídas, principalmente, pelas ações de meia dúzia de empresas estatais, que tinham bastante liquidez; o mercado era essencialmente dirigido por esses papéis.

Com a ação dos investidores institucionais (já a partir de 1974, o próprio Fundo 157 foi obrigado a aplicar uma parcela significativa dos seus recursos em ações de empresas privadas nacionais) o que se verificou foi uma gradativa modificação de tal situação. Assim, a participação da ação mais negociada apresentou um comportamento decrescente e, em 1979, reduziu-se para apenas 5,8%. As ações mais negociadas reduziram sua participação de 65,8% para 17,8%. E assim por diante, nos outros segmentos. Vê-se, pois, que o mercado de ações é hoje um pouco mais aberto, em

termos de oportunidade para novas ações, que já existiam no mercado ou que chegaram recentemente. Existia uma infinidade de papéis, registrados em Bolsa, mas que não tinham possibilidade de adquirir liquidez no mercado, na medida em que as aplicações em ações eram dirigidas quase exclusivamente para meia dúzia de papéis, as chamadas blue chips do mercado, em sua maior parte representadas por papéis estatais. Hoje, porém, temos não só essas empresas estatais, mas também uma série de empresas privadas com relativo nível de liquidez.

Em termos de participação no mercado (Quadro IV), se tomarmos o mesmo ano de 1975, verificaremos que as ações das empresas estatais significavam quase 66% do mercado. Hoje significam 16,4% apenas. As ações das empresas privadas nacionais hoje participam com 64,9%. Se olharmos só as empresas privadas nacionais não financeiras, verificaremos que o seu percentual na Bolsa passou de 23,5 para 55,6%. Portanto, uma série desses papéis de empresas controladas por capitais privados nacionais, que deveriam ser as principais ações transacionadas em Bolsa, têm hoje um relativo nível de liquidez.

QUADRO IV

PARTICIPAÇÃO NOS NEGÓCIOS NA BVSP (%)

Anos	Estatais	Estrangeiras	Privadas Nacionais		
			Financeiras	N/Financeiras	Total
1974	49,4	20,7	6,3	23,5	29,8
1975	65,8	14,2	5,4	14,6	20,0
1976	55,5	15,4	7,2	22,0	29,2
1977	43,7	16,7	6,3	33,4	39,7
1978	34,0	16,6	7,3	42,1	49,4
1979	16,4	18,7	9,3	55,66	64,9

Como consequência desse afluxo de recursos no mercado, tivemos um reavivamento do mercado primário de ações. Como sabem, o mercado primário vincula diretamente a empresa com os recursos do mercado. É a colocação pública, a colocação primária de ações. Nos últimos 12 meses, a partir de setembro do ano passado, quando em verdade começou a dinamizar-se esse mercado, tivemos a abertura de capital de 20 novas empresas. Note-se que, de 1972 a 1979, aproximadamente, o número de empresas novas que vieram ao mercado foi extremamente reduzido, somando apenas 3 ou 4 empresas ao longo de todos esses anos.

Além dessas empresas que ingressaram no mercado, outras que já estavam no mercado, que já eram registradas em Bolsa, tiveram possibilidades, em 1979 e 1980, de efetuar novas subscrições públicas de ações, com bom resultado. Nos primeiros sete meses deste ano, tivemos emissões públicas de ações, registradas na CVM, de 53 empresas num montante de 13 bilhões de cruzeiros. Em 1977, esse valor não deve ter atingido 2 bilhões durante todo o ano. Ao longo de 1979, tivemos um valor de 15 bilhões. Portanto, a partir de 1979, recuperam-se as emissões públicas de ações.

No mercado secundário, o impacto deste afluxo de novos investidores institucionais e de investidores individuais, que procuravam o mercado de ações como uma garantia, como uma reserva de valor dos seus recursos, fugindo do mercado onde o juro se achava tabelado, fez com que o mercado apresentasse um excelente desempenho nestes primeiros oito meses de 1980. O índice BOVESPA evoluiu, nesse período, 97%. O valor

transacionado no primeiro semestre superou em 10% o total negociado ao longo do ano de 1979.

Essa situação de mercado, por um lado é estável e, por outro, instável. Por um lado, temos um segmento de investidores institucionais, que deve continuar aportando recursos ao mercado de ações. As próprias regras de aplicação desses investidores obrigaram-nos, a cada ano, alocarem no mercado de ações novas parcelas de recursos. Esses devem apresentar, ainda nos próximos anos, uma estabilidade nesses fluxos. Por outro lado, os investidores individuais podem apresentar um comportamento bastante instável. Na medida em que vieram ao mercado fugindo ao tabelamento da correção monetária, algumas mudanças nas regras da correção monetária podem fazer com que esses investidores saiam novamente do mercado. Sob o aspecto do investidor individual, portanto, podemos dizer que o seu comportamento é relativamente instável.

DEBATES

PERGUNTA DE ERIVELTO CALDERAN CORREA: Qual foi a importância do boom do começo da década no desenvolvimento posterior do mercado?

FRANCISCO VIDAL LUNA: O boom que ocorreu em 1970-1971 teve consequências de duas ordens. Acredito que, por um lado, uma grande parcela dos investidores vibraram nesse período e amargaram, de modo geral, perdas bastante significativas; afastaram-se do mercado e ainda relutam em voltar a ele. Sob este aspecto, o período 1970-71 foi extremamente danoso para o mercado. Por outro lado, esse boom teve efeitos positivos. Um destes foi a dimensão que o mercado alcançou naquele período. Em verdade, o boom de 1970-71 viabilizou uma reorganização das instituições que operavam no mercado, como as Bolsas de Valores, as Corretoras, etc. Algumas dessas desapareceram, outras se reorganizaram em outras condições. Esse evento exigiu que se criassem as regras, as instituições, os mecanismos de autorregulação, de defesa do investidor, de exigência de informações sobre a empresa: em suma, obrigou a uma abertura, a uma transparência no mercado de ações. Estimulou, de um lado, o porte das instituições e, por outro, obrigou a que se criassem novos mecanismos de proteção, de informação, que são extremamente importantes na própria viabilidade do mercado de ações. O mercado de ações só existe se tiver informações as mais amplas, a maior transparência possível. Sob esse aspecto, acredito que o boom 70-71 foi positivo.

Não acredito que hoje o mercado pudesse viver outro período como aquele. Os profissionais que operam no mercado, as instituições que operam no mercado, as Bolsas, as empresas que têm seus títulos negociados, têm hoje um outro porte, um outro nível, uma outra visão em relação ao mercado. Por isso, acho muito difícil a repetição de um fenômeno como aquele. Ele representou a imaturidade de todo o segmento do mercado de ações.

PERGUNTA: Qual o percentual do PIB ideal para a poupança? Se possível, citar o de algum país.

FRANCISCO VIDAL LUNA: O percentual de poupança do Produto Interno Bruto com que o Brasil conviveu durante os últimos 7 ou 8 anos foi superior a 20%, situando-se entre 20 e 25%, que eu diria bastante elevado e que permite um crescimento satisfatório para um país como o nosso. Devemos levar em conta que um crescimento da ordem de 2%, 3%, 5% em países industrializados, desenvolvidos, como é o caso dos países

européus e dos Estados Unidos, é um percentual razoável. Numa economia como a nossa, um percentual dessa ordem é provavelmente catastrófico. Temos que crescer a percentuais altos, porque a nossa população cresce muito e precisamos ainda incorporar ao mercado de trabalho parcelas enormes da população.

A necessidade da criação de empregos num país como o Brasil exige potenciais elevados de poupança. Acredito que percentuais como os conseguidos nos anos desde 1969 até 1974-1975, que beiravam os 25%, eram percentuais bastante satisfatórios. Eram dos mais altos em termos mundiais. Alguns poucos países, como o Japão, apresentavam percentuais comparáveis; mas, de modo geral, os países industrializados têm percentuais de poupança menores que esses.

PERGUNTA DE JOSÉ JOAQUIM BITTENCOURT NETO: Tornou-se evidente, durante a palestra, que o crédito subsidiado vem perdendo, gradativamente, a sua participação no mercado financeiro, deixando de beneficiar setores mais carentes da economia. Dentro desta linha de raciocínio, como o senhor vê a atuação dos Bancos de Desenvolvimento no Brasil, daqui para a frente?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Acredito que o governo deva sempre manter algum sistema de subsídio, seja através de mecanismos fiscais, seja através de mecanismos de crédito. O importante, quando se concedem incentivos a um determinado setor, é que eles sejam temporários, apenas para aquele período em que o setor de fato necessite de recursos subsidiados ou de incentivos fiscais para o seu fortalecimento. O que não tem sentido é um alargamento dos subsídios a todos os setores da economia. Na medida em que todos os setores sejam subsidiados, nenhum deles é efetivamente beneficiado, ou seja, o subsídio, alargado a todos os setores da economia, significa simplesmente uma concessão de recursos por parte do Estado.

Acredito que devam existir Bancos de Desenvolvimento, bem como mecanismos de incentivos fiscais, mas sempre muito bem definidos no seu campo de atuação e no tempo em que devem tais incentivos permanecer em vigor. O problema não é subsidiar a todos os setores. Temos que subsidiar apenas setores prioritários. Não é possível que uma economia tenha todos os seus setores prioritários ao mesmo tempo, caso em que a própria conotação de prioritário perderia seu sentido.

MAIS GARANTIA PARA O INVESTIDOR

O presidente do Banco Central, Carlos Geraldo Langoni, assinou dois convênios importantes para o aperfeiçoamento do mercado financeiro. Um diz respeito à implantação de um sistema de custódia de títulos emitidos pelas instituições privadas (certificados de depósitos bancários e letras de câmbio, principalmente). O outro constituindo um grupo de estudos visando à criação de um sistema de seguros para quem possui recursos administrados por instituições financeiras, à semelhança do existente nos Estados Unidos. Assim, se uma instituição qualquer “quebrar”, o seguro cobre as perdas dos investidores, sem que seja necessária a presença do Tesouro bancando os prejuízos.

São dois passos importantes para quem trabalha (e aplica) nesse mercado. Embora isso já estivesse na mente dos empresários que atuam na área, pode-se afirmar que é resultante das recentes intervenções decididas pelo Banco Central. Em apenas uma semana houve a intervenção em quatro instituições, criando-se um grande nervosismo, dificultando a própria execução da política monetária por parte das autoridades.

PERGUNTA: Qual a real razão da fuga das pessoas físicas dos investimentos no mercado acionário? O que as afugenta na realidade?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Acho que são várias as razões. Um ponto que não pode ser esquecido é o ônus do período de euforia 1970-71. Provavelmente, a maior parte das pessoas que, naquele período, fizeram aplicações diretas ou através de Fundos sofreram prejuízos e viram no mercado algo “perigoso”. Essas pessoas, de modo geral, afastaram-se e poucas voltaram ao mercado.

Outro problema que existe no mercado é sua sofisticação. O mercado de ações é um mercado sofisticado, difícil de ser operado. É muito mais fácil aplicar em Caderneta de Poupança do que comprar ações. Ações constituem investimentos que exigem maior conhecimento técnico, e relativo acompanhamento; do ponto de vista operativo segue um mecanismo complexo. Tudo isso constitui um problema para o investidor, que está a exigir uma simplificação, a fim de se facilitar a compra e venda de ações. O aplicador que tem ações de uma empresa vê-se assoberbado com problemas como recebimento de dividendos, bonificações, subscrições, etc. Ele não tem tempo para administrar sua carteira, desconhece inúmeros pormenores, encontra grande número de dificuldades. Esse problema, enquanto não se simplifica o mecanismo e não se generalizam os conhecimentos sobre ações, pode ser contornado mediante a aplicação em carteiras diversificadas, como os Fundos Mútuos, que representam a melhor forma de aplicação para o pequeno investidor. Aí se diminuem os riscos, pois se aplica em uma carteira diversificada, e se simplifica a operação.

Não tenho dúvida, também, de que as alternativas financeiras oferecidas pelo mercado financeiro, até 1977, foram outra das causas a explicar o afastamento do investidor individual do mercado de ações. Ofereciam-se ativos financeiros com correção monetária quase plena (cadernetas, ORTN, CDB), com juros e risco praticamente nulos.

O governo sempre garantiu qualquer quebra, mesmo de instituição financeira privada. O indivíduo que tinha uma Letra de Câmbio que pagava mais do que o mercado, de uma instituição que estava quase quebrada, se esta quebrasse o governo garantia. O risco do mercado sempre foi muito pequeno e de modo geral sempre se remunerou acima da inflação. Não havia, portanto, razão para se aplicar em ações, face às alternativas que se ofereciam.

Em suma, não apresentaria uma só razão, mas todas essas como causas prováveis que fizeram com que a pessoa física tenha fugido do mercado.

PERGUNTA DE GERALDO PRADO: O mercado acionário apresenta-se bom no momento, em função da situação atual do mercado financeiro. Entretanto, nota-se no mercado de dinheiro um certo declínio do mercado de ações, talvez devido ao grande número de lançamentos e do ressurgimento do bastante vigoroso mercado paralelo, proibido por lei. Qual a opinião do conferencista sobre o assunto?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Acho que há na pergunta dois problemas. Por um lado, o tabelamento dos juros, que hoje se mantém em todo o segmento do sistema financeiro a taxas negativas (os títulos de renda fixa pagam 54%, a correção monetária a 45% mais 6%, etc.), têm feito com que o mercado paralelo, que era insignificante até há dois ou três anos atrás, tenha ressurgido. O mercado paralelo teve muita importância até 1964. Nessa época, provavelmente, o mercado paralelo era de maior porte que o

mercado organizado. Hoje, novamente, está havendo uma tendência à desintermediação financeira. É uma tendência muito perigosa. Criamos o hábito de os agentes econômicos operarem no mercado organizado e é possível que, se certas regras de correção monetária e de tabelamento dos juros permanecerem por muito tempo, tenhamos o mercado paralelo muito ampliado. Será difícil depois fazer-se com que os agentes econômicos voltem ao mercado organizado.

Por outro lado, o mercado de ações, em relação ao mercado financeiro como um todo, é de reduzida expressão, pois os montantes operados no mercado de ações em relação aos montantes operados no mercado financeiro como um todo são pequenos. Temos saldos em Cadernetas de Poupança de quase 600 bilhões de cruzeiros e temos fluxos de recursos para o mercado de ações num montante de 20, 30 ou 40 bilhões de cruzeiros. Mesmo assim, não acredito que o mercado de ações sofra o problema de desintermediação, isto é, do mercado paralelo. Talvez o sistema financeiro que opera com títulos de renda fixa esteja tendo uma evasão de recursos, que se dirigem para vários setores, como o mercado paralelo, investimentos especulativos de bens reais, imóveis, estoques, e para o mercado de ações como uma das alternativas.

Quero com isso dizer que o mercado de ações não é causa, mas consequência da saída dos poupadores desse mercado para o mercado paralelo.

No caso específico que foi citado, isto é, o grande número de lançamentos efetivamente o fato vem ocorrendo. Na Bolsa de Valores de São Paulo, por exemplo, estamos fazendo uma campanha para a abertura de capital das empresas. Temos contatos periódicos com empresários de capital fechado, tentando estimulá-los a abrir o seu capital.

A receptividade por parte das empresas é a melhor possível. Hoje, o empresário privado de capital fechado se dirigiria de bom grado ao mercado. Tem interesse efetivo em captar recursos. Há um número imenso de empresas que poderiam captar esses recursos. Mas, a oferta de recursos é limitada. Acredito que cabe aos agentes intermediários do mercado, aos underwriters, equilibrar, de alguma forma, esses dois fluxos. O fluxo de recursos que chega ao mercado é bastante significativo neste ano de 1980 (creio que o próximo conferencista, que abordará os investidores institucionais, possa estimar esses fluxos, eu preferiria não fazê-lo). Por outro lado, a tomada de recursos por parte das empresas também é significativo. Acho que esse é o papel do underwriting. Acho, pois, que o grande problema é evitar, de alguma forma (e esse é o papel de todos os agentes financeiros que operam no mercado), uma desproporção entre a chamada de capital por parte das empresas e o fluxo de recursos disponíveis. Até agora, não tem ocorrido essa desproporção, pois os lançamentos são avidamente disputados. Não tenho notícia de nenhum lançamento em ações que tivesse, no último ano, problema de colocação.

PERGUNTA: Qual a razão da criação de “filiais” da Bolsa de Valores no interior?

FRANCISCO VIDAL LUNA: A criação de filiais da Bolsa de Valores no interior foi, basicamente, fruto de uma constatação. Analisando regionalmente a economia brasileira, verificamos que o mercado potencial do interior de São Paulo é muito mais significativo do que o representado por vários Estados brasileiros. Existem hoje algumas cidades, como Ribeirão Preto, que, como centros financeiros, são mais importantes do que muitas Capitais do país. Existem algumas regiões administrativas do Estado de São Paulo, como a região de Campinas, que representam, do ponto de vista econômico-financeiro, um potencial econômico muito mais significativo do que o da maior parte dos Estados

brasileiros. Isso tanto em termos de empresas com potencial de abertura como em termos de indivíduos com potencial de aplicação de ações.

Diria que a abertura desses escritórios é, não só uma medida acertada, como uma medida tardia. Acredito que tenha sido um erro da Bolsa não se ter voltado até hoje para o nosso interior. Nas reuniões que temos com empresas, temos recebido a visita de empresários do interior e verificamos que são empresas extremamente sólidas, rentáveis. A crítica básica, que tais empresários nos fazem, refere-se à dificuldade que têm do conhecimento do mercado.

Diria que grande parte desses empresários do interior ainda não abriu seu capital simplesmente porque desconhece que existe o mercado de ações. Sequer chegaram a criar as prevenções contra o mercado. Existem prevenções que a gente sempre espera que o empresário tenha, mas muitos desses empresários não chegaram sequer a criar tais prevenções, mas simplesmente não tiveram as informações preliminares sobre o mercado de ações. Um dos objetivos desses escritórios é levar a eles as necessárias informações.

PERGUNTA: A economia do país vai mal. O mercado de ações vai bem. Por quê?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Creio que já abordei esse assunto no decorrer da minha palestra. Assim, diria que é por duas razões. O mercado de ações um reflexo da economia. Muitos dizem que é um barômetro da economia. Sendo ou não um barômetro da economia, a verdade é que, no mercado de ações, existem recursos e existem indivíduos querendo aplicar, sejam pessoas físicas, sejam investidores institucionais. Naturalmente, o mercado opera dentro desse círculo. O mercado teve, durante muito tempo, suas cotações depreciadas. De fato, muitas das ações negociadas em Bolsa valiam mais do que estavam cotadas há dois anos atrás, e o afluxo de recursos que houve nestes dois últimos anos permitiu que as ações, de modo geral, tivessem uma elevação do seu nível de preços. O mercado tem recursos, o mercado permite que as empresas chamem recursos, façam subscrições, o que é uma função básica do mercado, pois o mercado não é simplesmente uma transferência de papéis e de dinheiro entre pessoas, mas um mecanismo de liquidez que permite que as pessoas tornem líquidos os papéis que adquiriram das empresas. Quer dizer, a função básica do mercado é aportar recursos às empresas, ao setor produtivo. Acredito que o mercado tem possibilitado efetuar essa função. Essa é a razão por que ele vai bem.

PERGUNTA DE DONALD WILLIAM: Qual o motivo da euforia do mercado de ações no período 1970-71?

PERGUNTA DE CLEONICE L. REIS NETTO: Em 1970-71, assistimos a uma alta das ações, alta desordenada uma vez que não se baseava no real crescimento das empresas. Essa alta atingiu níveis assustadores, chegando a render 50% sobre o capital aplicado em apenas uma semana. Após a publicação da ata da Assembléia Geral Extraordinária do Banco do Brasil, dando apenas 50% de bonificação quando se esperava 200%, todas as ações começaram a baixar e baixaram de tal forma que quem investiu em ações naquela época jamais recuperou. Pergunto se a Bolsa opera ao ritmo de boatos. Não pode o governo intervir para que os investidores leigos não percam suas economias, evitando assim a descrença na aplicação em ações?

FRANCISCO VIDAL LUNA: As causas da euforia 1970-71 são várias. Cada um que analise aquele período tem a sua opinião a respeito. Acho que devemos focar alguns aspectos desse assunto.

Em 1967-68, o mercado era praticamente inexistente. Alguns papéis eram transacionados, sem muita representatividade. Em verdade, a Bolsa era muito mais um mercado em que se negociavam Letras de Câmbio do que um mercado de ações. Em 1967, o governo deu estímulos importantes ao mercado, com a edição do DL 157, que propiciou a vinda ao mercado de uma série de empresas e propiciou também recursos deduzidos do imposto de renda. Em 1968-69, ocorreram algumas mudanças na legislação fiscal, que deram muito estímulo à Bolsa. Podemos citar, por exemplo, a possibilidade de distribuir ações bonificadas sem pagamento de imposto de renda (que não existia até então), a possibilidade de as empresas efetuarem a correção monetária de seu ativo imobilizado e de seu capital de giro. Com estas medidas, certas empresas reajustaram seu capital, seu ativo imobilizado. Algumas delas deram 70% ou 100% de bonificação em pouco tempo. Portanto, foram medidas em favor das empresas que permitiram certa euforia em termos de aplicação em ações.

É preciso lembrar, também, que 1970 foi um período de euforia em termos econômicos. Estávamos no apogeu do “milagre” e se acreditava, na verdade, que aquela situação da economia brasileira seria permanente: havíamos atingido um outro patamar em termos de crescimento, aquela situação seria bastante duradoura as empresas continuaram dando muito lucro, acreditava-se que os valores das ações na Bolsa estavam muito baixos (a ação do Banco do Brasil estava a 50 cruzeiros, o que correspondia a 8 ou 9 dólares, passando-se então a comparar o preço das ações do Banco do Brasil com as da IBM, apesar de as condições serem radicalmente diferentes).

Diria que, naquele período, a maioria dos indivíduos que operava no mercado era de imaturos. Eu, por exemplo tinha apenas alguns meses de mercado, trabalhava na Bolsa, e já era tido como um profissional do mercado. Assim eram quase todos os outros, que só tinham alguns meses de experiência em mercado de capitais.

NECESSIDADE DE POUPANÇA

“Nós não estamos propondo nenhum programa de redução do consumo, nós estamos propondo um programa em que o consumo cresça um pouquinho menos do que cresce o produto, de tal forma que o excedente seja voltado exatamente para o produção de bens de capital e de todos os outros bens que ela precisa para que dê emprego para os próprios brasileiros, já que não podemos mais lançar mão da poupança externa. Ninguém poupará por nós. Nós temos que poupar por nós mesmos”.

Destacando que “o Governo Figueiredo afastou o fantasma da recessão” e que afasta qualquer solução que contrarie o objetivo de continuar a dar emprego, afirmou: “Mas não vamos nos iludir. Para que isso seja possível, é absolutamente necessário aumentar a taxa de poupança interna. Nós iniciamos esta década com uma poupança da ordem de 24 a 25% do produto interno. Hoje, estamos poupando de 17 a 18% e outros 4% são levados todo ano dentro de um barril de petróleo vazio. Temos de aumentar uns 2 ou 3% ao ano, a partir de agora, à taxa de formação de poupança. Com isto, afastaremos a sombra da inflação. Temos de poupar internamente e produzir mais para

exportar. É a única forma de afastar essa sombra, a da dívida externa”. (Declarações de Delfim Neto)

(“Bolsa, nº. 469– 12/1980)

Também as instituições que operavam no mercado de capitais careciam de estrutura. As Corretoras, na sua maior parte, eram instituições com meia dúzia de funcionários, muito mal organizadas, sem sistema de controle de custódia, de contas correntes, etc. A Bolsa de Valores de São Paulo se organizou, praticamente, em 1970. Era uma instituição modesta, muito pequena, tanto em pessoal como em estrutura técnica. O próprio Banco Central, que era o órgão controlador, acredito que não tinha estrutura adequada para efetuar uma regulação naquele período. Talvez tenha feito vistas grossas a uma série de problemas que ocorreram no mercado porque, se fizesse um controle mais rigoroso, talvez se matasse o mercado no seu nascedouro; agindo com tolerância, permitir-se-ia que o mercado se organizasse, se desenvolvesse, para que no futuro se arrumasse a casa. Isso é o que foi feito e, no período posterior, a casa foi efetivamente organizada.

Hoje, o mercado é muito mais maduro do que o daquele período, em todos os segmentos. As empresas, naquele período, não davam informações e hoje a nova Lei das Sociedades Anônimas, e a atuação da CVM e a das Bolsas, exigem uma abertura efetiva da empresa, ou seja, uma empresa aberta é aberta também quanto às suas informações. As Bolsas se organizaram em termos de estrutura técnica, operacional, em termos de divulgação de informações. A atuação do agente regulador, ou seja a CVM, é muito mais rigorosa do que era a do Banco Central naquele período.

Em suma, acredito que aquele período 1970-71 foi muito importante. Serviu para amadurecer o mercado. Esse amadurecimento, em parte consequência daquele período, não permitiria que uma euforia similar com aquelas características, pudesse ocorrer hoje.

O governo não interferiu naquele período, mas interferiria hoje. Acredito que não tenha interferido então, primeiro porque não tinha uma infra-estrutura comparável à que possui hoje. E, mais importante, creio que foi a tentativa de que o mercado, mesmo com percalços, se desenvolvesse, se fortalecesse. Acho que foi essa a idéia e a linha de atuação do governo, isso é, esperar que o mercado amadurecesse para depois controlá-lo.

Não entro no mérito do acerto ou erro de tais medidas, mas, de qualquer forma, o mercado se fortaleceu depois, embora com ônus muito sérios para inúmeros aplicadores.

PERGUNTA DE HILDEMAR LIMA DOS SANTOS: Como sabemos, a intenção do governo com a criação da CVM foi exercer um efetivo controle sobre o mercado de capitais. Até que ponto o “cado Vale” contrariou essa intenção? Por que não foi feito um esclarecimento, por parte do governo, aos investidores e ao público em geral?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Gostaria de ter feito esta pergunta e não de respondê-la. Operações como essa feita com as ações da Vale do Rio Doce, não deveriam ocorrer, face ao papel a ser exercido pela Comissão de Valores Mobiliários. Ocorrências desse tipo talvez sejam mais danosas do que as consequências de um período como 1970 – 71. Tais atitudes deveriam, por certo, ser evitadas. Mas, creio que é ao governo que devemos perguntar, pois não saberia responder por ele.

PERGUNTA: Qual a diferença entre Corretoras e Distribuidoras no mercado de capitais?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Existem várias diferenças, mas convém caracterizar uma que é fundamental. A Sociedade Distribuidora apresenta alguns requisitos, em termos de porte, menores do que a Sociedade Corretora. Mas, a diferença mais importante é a faculdade que tem a Corretora de operar na Bolsa. As operações em pregão são de exclusividade das Corretoras. A Bolsa de Valores é uma sociedade constituída patrimonialmente pelas Sociedades Corretoras. Cada uma das Corretoras que opera no mercado possui um título patrimonial da Bolsa, o que lhe dá o privilégio e a exclusividade para operar dentro da Bolsa. As Distribuidoras podem captar ordens, mas têm que transmitir tais ordens às Sociedades Corretoras que as operam dentro do pregão. Exceto isso, ambas têm operações muito similares. Em alguns aspectos, as Distribuidoras apresentam vantagem, como, por exemplo, a possibilidade de terem carteira própria. As Corretoras, por operarem em Bolsa, não podem ter carteira própria de ações.

PERGUNTA DE HILDEMAR LIMA DOS SANTOS: Por quê notícias como a descoberta de um poço de petróleo, rumores de mudanças nas taxas de juros e outras mudanças conjunturais da economia acarretam constantemente alterações nos preços das ações mais negociadas em Bolsa?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Eu diria que isso é da regra do jogo. Existem no mercado de ações dois tipos de aplicadores: um é o investidor permanente, que compra ações e as coloca em uma gaveta, que está preocupado com os resultados da empresa, está fazendo uma aplicação de poupança a longo ou médio prazo; e há outro, que é o especulador. O especulador é importante na Bolsa, não pode desaparecer. Na verdade, o aplicador que engaveta as ações não dá liquidez aos papéis, enquanto o especulador é o que dá liquidez. O especulador se beneficia de variações pequenas de preços, conseguindo ter lucros ou prejuízos nessas operações. Por isso, é importante na liquidez do mercado. Os especuladores existem em todos os mercados, não só no mercado de ações. Vamos encontrá-los dando liquidez ao mercado de títulos de renda fixa, de mercadoria, etc. Constitui o especulador uma figura importante por dar liquidez ao mercado. Na medida em que existe essa figura do especulador, claro que ele se aproveita das notícias, dos boatos. Ele tenta aproveitar-se de alguma forma, dos possíveis resultados que uma boa notícia possa apresentar. Se uma notícia de descoberta de petróleo pudesse efetivamente afetar os resultados da Petrobrás. Isso seria algo que deveria refletir-se no preço da ação. O especulador tenta aproveitar-se disso. Talvez ele se aproveite de forma errônea. Acho que, quando há uma notícia sobre descoberta de petróleo e a notícia é confirmada, vem de uma fonte segura, não há ônus para uma especulação que se faz em cima disso. Acho que há ônus para a sociedade quando se criam boatos simplesmente para permitir a especulação de alguns. Entendo que este tipo de especulação é que é lesiva e deveria ser penalizada de alguma forma pelo próprio governo. Note-se que a Petrobrás, desde o primeiro instante, foi muito consciente e responsável pelo menos neste caso mais recente. Foi muito conservadora nas suas notícias, dizendo que estava perfurando, que havia risco de não se encontrar petróleo, que poder-se-ia encontrar apenas água. Mas, o mercado sempre foi acreditando que aquilo que ela informava significava, nas entrelinhas, que existia muito petróleo nessa perfuração. Alguns foram criando expectativas e muitos especuladores perderam muito dinheiro. Talvez os que mais acreditavam que a Petrobrás estivesse mentindo fossem os grandes especuladores, que efetivamente tiveram prejuízos muito vultosos nessa operação da Petrobrás.

Acredito que a função dessas empresas que operam no mercado, principalmente as empresas públicas, é informar ao mercado sistematicamente. Cada um dos investidores que tire suas conclusões a partir da notícia. O importante é que não haja indivíduos privilegiados na obtenção de informações.

BB COBRA JURO MAIS BAIXO MAS EXIGE MAIORES GARANTIAS

No que diz respeito ao relacionamento com o sistema financeiro, verificou-se, a princípio, uma relativa independência entre os industriais e os banqueiros, e um potencial de conflitos e tensões. Na verdade, o setor financeiro muito pouco contribuiu para a formação do capital inicial das grandes empresas industriais nacionais privadas, das quais os 251 entrevistados são dirigentes máximos; e é extremamente baixa a participação de instituições financeiras no capital atual das mesmas empresas, e vice-versa.

Uma das tabelas elaboradas pelos pesquisadores demonstra que mais da metade das solicitações de crédito junto aos bancos comerciais ocorreu para suprir capital de giro, durante os três anos anteriores às entrevistas. Do universo pesquisado, 55% não pensaram em recorrer a outras fontes, em termos relativos, se caracterizam por oferecer maiores possibilidades de saques a descoberto, menores exigências de garantias reais e pessoais e menos demora na negociação e liberação do crédito. Por outro lado, exigem maior reciprocidade, cobram juros mais altos e oferecem menor prazo e menor volume de crédito. Já o Banco do Brasil, também em termos relativos, oferece maior volume e maior prazo de crédito, cobra juros mais baixos e faz menor exigência de reciprocidade – mas, em contrapartida, exige maiores garantias reais e pessoais e oferece menor possibilidade de saques a descoberto, além de caracterizar-se pela maior demora no processo de negociação e liberação de crédito.

(“Estado, 28-12-1980)

PERGUNTA DE WANDERLEY DE ALMEIDA: Na sua opinião, está amadurecido o mercado de ações? Em caso negativo, o que lhe falta para esse amadurecimento e quanto tempo levará para que isto ocorra?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Entendo que a melhor maneira para se aferir se o mercado está ou não amadurecido é compará-lo com o passado. Evidentemente, nos últimos dez anos o mercado vem passando por um processo de amadurecimento. Se ele já atingiu uma situação completamente madura ou não, acho difícil de ser avaliado. Acredito que um mercado completamente maduro não ensejaria um caso como o da Vale. Casos como esse são reflexos do seu não amadurecimento mas apressam esse processo de amadurecimento. Talvez outros casos como o da Vale tenham ocorrido no passado, mas a própria possibilidade de divulgação mais ampla pelos meios de informação permitiu que este caso Vale atingisse dimensões muito maiores do que tiveram outros eventos similares, que possivelmente ocorreram no passado. Um evento como esse não deveria ocorrer num mercado completamente maduro, mas é difícil avaliar quando um mercado atinge efetivamente sua maturidade. Eu diria que estamos a caminho dessa maturidade.

PERGUNTA: Quais as perspectivas para um investidor individual no mercado acionário?

FRANCISCO VIDAL LUNA: É difícil prever, dado que o mercado de ações tem por características o risco. Acho que há dois comportamentos por parte do investidor. Há o investidor que entra amanhã no mercado querendo um lucro para adquirir uma casa daí a um mês. Essa é uma forma errônea de ver o mercado. Acredito que o indivíduo que aplique assim terá prejuízo. Deve-se ver o mercado como uma aplicação a médio e longo prazo. Em termos de médio e longo prazo, acredito que o mercado de ações tenha potencialidade para remunerar positivamente, talvez em níveis comparáveis ou superiores aos títulos de renda fixa. Do contrário, ele não teria sentido para o indivíduo, se não tivesse possibilidade de remunerar mais do que os ativos de renda fixa, que não oferecem risco. Dada a situação da economia brasileira que, a médio e longo prazo, só pode crescer, acredito que uma carteira diversificada de ações bem escolhidas pode apresentar uma remuneração positiva. Não diria a mesma coisa em relação ao indivíduo que deseje auferir lucros num prazo muito curto. O mercado é um mercado de risco, sofisticado, exige muito conhecimento, muita rapidez, muita informação. O mercado do especulador, que é de curto prazo, é um setor difícil de ser operado. Quem entra nele deve avaliar o seu risco. A médio e longo prazo, eu não teria dúvida em apostar no mercado de ações.

PERGUNTA: Há um tempo atrás, foram lançadas ações fictícias, que repercutiram no mercado de ações de São Paulo e Rio. Significaria isso que o investidor não estaria ainda amadurecido para aplicações no mercado de ações?

FRANCISCO VIDAL LUNA: Não sei a que período se refere a pergunta, em que teriam ocorrido tais fatos. Creio que a pergunta não se refere a ações fictícias, o que nunca houve, mas ações de empresas fictícias. As ações sempre existem.

No período 1970-71, na onda de especulação que ocorreu naquele período, lançaram-se ações de algumas empresas em formação, algumas com muito pouco potencial econômico e possivelmente ações de empresas que nunca chegaram a se constituir. Isso evidenciava basicamente falha no sistema de regulação do mercado. Nos últimos cinco anos, já seria muito difícil a ocorrência de fenômenos como esse. Claro que não se pode impedir que amanhã um indivíduo imprima um papel qualquer, coloque-o embaixo do braço, bata de porta em porta e diga que está vendendo ações de uma certa empresa, como do próprio Banco do Brasil. São ações falsificadas. Esse tipo de risco não é improvável, dada a probabilidade de existir sempre indivíduos que possam agir dessa forma ilegal. O importante é que o investidor que decide aplicar em ações procure uma instituição financeira apta a operar nesse mercado, o que impede qualquer tipo de burla desse tipo. A aquisição de ações numa Sociedade Corretora ou Distribuidora dá ao investidor uma garantia do produto que ele compra. Se alguém bater à sua porta oferecendo um papel, seja ação ou qualquer outro produto, a aquisição dessa forma sempre oferece um grande risco. É muito importante que a pessoa saiba a procedência daquilo que está comprando. O lançamento de ações de empresas pelos órgãos competentes, registradas, não evita que indivíduos inescrupulosos ajam por meios ilegais, tentando iludir a boa fé dos incautos. No passado, efetivamente ocorreu o lançamento de ações de empresas até inexistentes. Hoje, é praticamente impossível o aparecimento desses papéis no mercado normal de títulos.

ENDIVIDAMENTO EXTERNO

Um dos problemas mais críticos enfrentados pelo Brasil neste início dos anos 80 é o excessivo nível alcançado pelo seu endividamento externo. As raízes do processo de endividamento do país no exterior se encontram no período imediatamente posterior à Segunda Grande Guerra, quando a obsessão do crescimento acelerado conduziu ao inevitável aporte complementar de recursos externos que, no caso brasileiro, fundamentaram-se muito mais na tomada de empréstimos do que no ingresso de capitais de risco.

A experiência brasileira de promoção do crescimento acelerado via aporte complementar de recursos externos não deve, todavia, ser vista como um caso isolado. Na verdade, desde o último pós-guerra, os países insuficientemente desenvolvidos (asiáticos, africanos e latino-americanos) passaram a recorrer ao capital externo, em intensidade variáveis, como alternativa para superar as limitações internas ao processo de acumulação e de crescimento econômico.

(Boletim Mensal – A. das Sociedades Corretoras de Valores e Câmbio do Est. de S.Paulo, out. 1980)