

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Centro Sócio Econômico  
Departamento de Ciências Econômicas

LUIZ FERNANDO NOGUEIRA DA MOTTA

**A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL:  
UMA REVISÃO HISTÓRICA.**

Florianópolis, 2010.

**LUIZ FERNANDO NOGUEIRA DA MOTTA**

**A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL:  
UMA REVISÃO HISTÓRICA.**

Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientador(a): Prof. Patrícia Arienti**

**FLORIANÓPOLIS, 2010.**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota \_\_\_\_\_ ao aluno Luiz Fernando Nogueira da Motta na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

-----  
Prof. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti

-----  
Prof. Fernando Seabra

-----  
Prof. Brena Paula Magno Fernandez

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, agradeço a Deus por iluminar o meu caminho e me dar força e saúde para completar mais um objetivo em minha vida. Meus pais, Luiz e Teresa, foram essenciais pelo fato de sempre terem me dado todo o apoio necessário. Obrigado pela torcida, pelo carinho, pela dedicação e pelos ensinamentos.

Meus familiares sempre estiveram me incentivando e dando palavras de conforto, mesmo à distância. Meus amigos sempre torceram por mim e me deram força o tempo todo, além de me proporcionarem diversos momentos de alegria. Obrigado a todos.

Por fim, sou muito grato aos professores do departamento de economia em função de toda atenção dada e conhecimento transmitido durante o curso, que me fizeram admirar ainda mais a ciência econômica. Gostaria de agradecer especialmente à Professora Patrícia Arienti pela orientação e atenção dada ao longo da construção deste trabalho.

“A maior recompensa do trabalho do homem não é o que ele ganha com isso, mas o que ele se torna com isso.”

(John Ruskin)

## RESUMO

No processo de crescimento econômico, principalmente em economias emergentes que necessitam desenvolver o setor de infra-estrutura, o financiamento de longo prazo constitui um mecanismo fundamental para a viabilização de investimentos. A falta de mecanismos internos eficazes de financiamento privado de longo prazo dentro do Sistema Financeiro, ao longo da história, impôs barreiras em relação ao crescimento econômico do Brasil. O baixo crescimento econômico do nosso país durante muitas décadas resulta, em grande parte, de um sistema financeiro subdesenvolvido com claras deficiências no que se refere ao mercado de capitais e ao sistema bancário privado como elementos de suporte para as empresas realizarem seus investimentos. Este trabalho busca analisar o modelo de financiamento adotado no Brasil no século XX, além do papel atual do sistema financeiro doméstico na oferta de crédito privado.

**Palavras-chave:** Sistema Financeiro Brasileiro, Crescimento Econômico, Financiamento de Longo Prazo.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1: Evolução dos pontos do Ibovespa nos anos de 2000 a 2004.....	35
Gráfico 2: Volume médio diário negociado de ações nos anos de 2000 a 2004.....	37
Gráfico 3: Volume de emissão de ações nos anos de 2000 a 2004.....	38
Gráfico 4: Volume de emissão de debêntures nos anos de 2000 a 2004.....	39
Gráfico 5: Evolução dos pontos do Ibovespa nos anos de 2005 a 2009.....	41
Gráfico 6: Volume médio diário negociado de ações nos anos de 2000 a 2004.....	43
Gráfico 7: Volume de emissão de ações nos anos de 2005 a 2009.....	44
Gráfico 8: Volume de emissão de debêntures nos anos de 2005 a 2009.....	45
Gráfico 9: Proporção do financiamento do BNDES e de emissões no mercado de capitais em relação ao total de financiamento fornecido por ambos.....	46
Gráfico 10: Meta da taxa Selic nos anos de 2000 a 2010.....	48

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Número de pontos do Ibovespa de 2000 a 2004.....	35
Tabela 2: Volume médio diário negociado de ações nos anos de 2000 a 2004.....	36
Tabela 3: Volume de emissão de ações nos anos de 2000 a 2004.....	38
Tabela 4: Volume de emissão de debêntures nos anos de 2000 a 2004.....	39
Tabela 5: Número de pontos do Ibovespa nos anos de 2005 a 2009.....	40
Tabela 6: Volume médio diário negociado de ações nos anos de 2005 a 2009.....	43
Tabela 7: Volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.....	44
Tabela 8: Volume de emissão de debêntures, nos anos de 2005 a 2009.....	45
Tabela 9: Meta da taxa Selic nos anos de 2000 a 2010.....	47



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
1.1	Tema e problema .....	10
1.2	Objetivos.....	12
1.2.1	Objetivo Geral .....	12
1.2.2	Objetivos Específicos .....	12
1.3	Metodologia.....	12
1.4	Estrutura do trabalho .....	13
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>14</b>
2.1	A questão do financiamento do investimento.....	14
2.2	A visão ortodoxa.....	14
2.3	A visão heterodoxa .....	16
2.4	Propostas de reforma .....	18
2.5	Os modelos de financiamento.....	20
2.5.1	O sistema de crédito bancário.....	21
2.5.2	O mercado de capitais.....	22
2.6	O mercado de ações.....	23
<b>3</b>	<b>HISTÓRICO DO FINANCIAMENTO NO BRASIL .....</b>	<b>25</b>
3.1	As reformas financeiras .....	25
3.1.1	As reformas financeiras do PAEG.....	25
3.1.2	A reforma bancária de 1988 .....	28
3.2	O mercado de capitais na década de 1990.....	30
<b>4</b>	<b>O MERCADO DE CAPITAIS NO SÉCULO XXI. ....</b>	<b>33</b>
4.1	De 2000 a 2004: forte retração e recuperação .....	34
4.2	De 2005 a 2009: a fase de grande expansão .....	40
4.3	A taxa de juros e a política ortodoxa .....	46
4.4	Balanço da década .....	48
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>53</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Tema e problema

No processo de crescimento econômico, principalmente em economias emergentes que necessitam desenvolver o setor de infra-estrutura, o financiamento de longo prazo constitui um mecanismo fundamental para a viabilização de investimentos. Através do crédito de longo prazo, as empresas têm maiores chances de superar três dificuldades encontradas quando tomam a decisão de realizar grandes investimentos.

Primeiramente, a necessidade de um grande volume de capital para iniciar um empreendimento ou aumentar a capacidade instalada dificilmente é suprida somente por meio de recursos próprios. Portanto, as empresas geralmente necessitam buscar recursos junto a outros agentes econômicos. Em segundo, o longo período de maturação de grandes investimentos torna inviável, ou muito arriscado, o empréstimo de curto prazo pela incompatibilidade dos prazos entre os pagamentos devidos e as receitas geradas. Terceiro, o grau de risco ligado a uma situação adversa do mercado, que pode ser associado ao erro de avaliação das empresas ao investirem ou a choques exógenos (HERMANN, 1998).

É imprescindível um sistema financeiro desenvolvido para suplantiar o crescimento econômico por meio de mecanismos de financiamento de longo prazo que complementem o autofinanciamento, como o mercado de capitais e o sistema de crédito bancário.

A falta de mecanismos internos eficazes de financiamento privado de longo prazo dentro do sistema financeiro, ao longo da história, impôs barreiras em relação ao crescimento econômico do Brasil. O baixo crescimento econômico do nosso país durante muitas décadas resulta, em grande parte, de um sistema financeiro subdesenvolvido com claras deficiências no que se refere ao mercado de capitais e ao sistema bancário privado como elementos de suporte para as empresas realizarem seus investimentos.

O sistema financeiro brasileiro (SFB) vem sendo, de há muito, alvo de críticas centradas na insuficiência do apoio que dá seja à atividade produtiva(...) especialmente o crédito de longo prazo que permitiria a estas últimas financiar a acumulação de capital produtivo com mais segurança. É observação freqüentemente ouvida a de que apenas o BNDES oferece recursos de longo prazo à indústria, assim como apenas o Banco do Brasil apoiaria o investimento agrícola [...] ( CARVALHO, [s.d.], p.9)

De acordo com Hermann (2003), com a insuficiência de financiamento de longo prazo privado, a realização de investimentos brasileiros, ao longo da história, sustentou-se a partir dos seguintes pilares: autofinanciamento das empresas, (através da retenção dos lucros), crédito público e crédito externo. Este modelo de financiamento, que se tornou característico da maioria dos países subdesenvolvidos, mostrou-se inadequado para suplantar o crescimento econômico por sobrecarregar o setor público e estimular o endividamento externo.

O autofinanciamento representa parte importante do aumento de investimentos das empresas, porém tende a exercer certa pressão sobre a inflação pelo fato das empresas desejarem aumentar seus ganhos através do aumento das margens de lucro.

No que diz respeito ao crédito público, o governo brasileiro obteve, principalmente até a década de 60, relativo sucesso em relação a essa fonte de financiamento. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) constituiu-se, praticamente, no único financiador interno de longo prazo significativo de suporte para as atividades industriais. A importância do BNDES não se limitou ao campo financeiro, mas também teve méritos na racionalização do investimento, organizando e planejando o crescimento industrial que acontecia de modo aleatório (COSTA E SAVOIA, 2003).

O financiamento através do crédito externo possui clara dependência da liquidez externa, vinculando o crescimento econômico à oferta internacional de crédito. Além disso, o crédito externo provoca efeitos negativos sobre as contas externas devido ao pagamento da dívida. As crises do petróleo na década de 1970, por exemplo, restringiram a oferta de crédito externo, e conseqüentemente, limitaram o crescimento de economias dependentes desse tipo de crédito. O Brasil realizou um grande volume de empréstimos externos com elevadas taxas de juros durante o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que tiveram que ser pagos posteriormente com um custo elevado.

O autofinanciamento e os créditos públicos e externos podem ser alternativas válidas e necessárias dentro do processo de desenvolvimento da economia, mas é importante também que sejam combinados com fontes alternativas de financiamento privado.

Diante disso, o crescimento econômico brasileiro acabou sendo comprometido pela falta de um sistema de crédito privado, capaz de fornecer um maior volume de recursos com prazos mais extensos para as empresas.

A abertura financeira, ao trazer investidores internacionais para o sistema financeiro nacional, acabou estimulando reformas no sistema financeiro doméstico privado, que podem contribuir para amenizar a questão histórica do financiamento de longo prazo privado no país através da expansão e do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O mercado

acionário, mais especificamente, vem apresentando uma expansão mais acelerada nos últimos anos, possibilitando, assim, uma boa alternativa de financiamento para as empresas.

Sendo assim, o presente trabalho busca analisar o papel do sistema financeiro doméstico no financiamento dos investimentos no país.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Analisar o sistema financeiro doméstico atual e o seu papel na oferta de crédito privado.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Verificar as principais tentativas do governo de modernizar o sistema financeiro nacional e estimular a oferta de crédito privado nas décadas de 60, 80 e 90;

- Verificar o papel recente do mercado acionário brasileiro como fonte de *funding* nas duas últimas décadas.

## **1.3 Metodologia**

O resgate teórico referente às principais correntes da questão do financiamento do investimento e a revisão histórica da formação e funcionamento do sistema financeiro doméstico foram feitos através da revisão de literaturas já existentes em livros e artigos.

Foi realizada uma análise sobre o desempenho recente do mercado de capitais brasileiro, com ênfase no mercado acionário. Foram utilizados basicamente quatro indicadores na análise: os pontos do Índice Bovespa (Ibovespa) registrados a cada ano, o

volume anual de emissão de ações, o volume médio de papéis negociados diariamente e o volume anual de emissão de debêntures.

Os dados referentes ao mercado de capitais brasileiro utilizados foram retirados do site do Banco Central, da Bovespa, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e de jornais econômicos recentes. Assim, foi possível analisar esses dados e construir gráficos e tabelas para auxiliar na linha de pensamento pretendida.

## **1.4 Estrutura do trabalho**

Este trabalho tem como finalidade examinar o sistema financeiro doméstico atual e seu papel sobre a oferta de crédito de longo prazo. Para isso, o trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma.

Além deste primeiro capítulo, que contém uma breve introdução sobre o tema, juntamente com os objetivos (geral e específico) e a metodologia, este trabalho se divide em mais quatro capítulos.

No segundo capítulo, busca-se construir o referencial teórico sobre a questão do financiamento do investimento. Para tal, faz-se necessário explicar as duas correntes teóricas que abordam essa questão, assim como os diferentes modelos de financiamento existentes.

O terceiro capítulo é composto por uma revisão histórica do sistema de financiamento dos investimentos no Brasil no século XX, abordando os pilares em que as empresas estabelecidas no Brasil se apoiaram para realizar os investimentos, assim como as reformas financeiras realizadas pelo governo.

O quarto capítulo contém uma análise técnica do mercado de ações brasileiro, que engloba dados, gráficos, tabelas e variações percentuais. Na última parte se concentram as principais conclusões obtidas.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 A questão do financiamento do investimento**

Entre as escolas do pensamento econômico, é muito comum a discordância de idéias em relação a certo fenômeno. A origem do financiamento do investimento também insere-se nesse debate entre linhas econômicas distintas, havendo duas principais interpretações sobre a origem dos recursos que as empresas utilizam para investir.

De um lado, a teoria ortodoxa segue o pressuposto clássico de que existe uma necessidade de poupança prévia para que os investimentos sejam efetivados. Do outro lado, a teoria heterodoxa, baseada nos pressupostos Keynesianos, defende que o que realmente interfere no nível de investimentos é a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, sendo a poupança uma resultante do investimento realizado.

A aceitação de cada uma dessas correntes teóricas implica, como contrapartida, na adoção de políticas diferentes no que concerne ao estímulo dos investimentos. Enquanto a ortodoxia busca incentivar a formação da poupança agregada, a heterodoxia se preocupa mais com a liquidez dentro da economia voltada para financiar os investimentos.

Nas seções a seguir, serão apresentadas essas duas correntes teóricas de maneira mais detalhada.

### **2.2 A visão ortodoxa**

A visão ortodoxa quanto à poupança e ao investimento parte da concepção clássica para afirmar que o investimento depende da existência de uma poupança prévia. Em outras palavras, considerando uma economia em que existem famílias e empresas, há uma parte da renda gerada que não é gasta em consumo que é alocada em investimentos produtivos. Para a ortodoxia, poupar hoje significa um sacrifício por parte do consumidor pelo fato de reduzir seu consumo atual, o que deverá ser recompensado futuramente. A taxa de juros torna-se o elemento de recompensa desse sacrifício presente, o que quer dizer que a poupança torna-se

uma função da taxa de juros. Para que o poupador receba sua remuneração futura devido à abstenção presente do consumo, exige-se uma expansão do produto na economia, ou alternativamente, uma elevação dos investimentos (CARVALHO. [s.d.]).

Percebe-se-á, a seguir, uma relação antagônica entre poupador e investidor, pois quanto maior a remuneração da poupança, menor será o estímulo por parte do investidor devido ao alto custo do capital que seria destinado ao setor produtivo. O equilíbrio econômico será atingido no momento em que a taxa de juros alcançar um patamar plausível para os dois agentes econômicos: os poupadores, satisfeitos com a remuneração de seu capital, e os investidores, aceitando pagar uma percentual extra pelo montante de recursos emprestados (CARVALHO, [s.d.]).

Dessa forma, dentro dessa visão o nível de investimento é determinado pelo nível de poupança. Para estimular o indivíduo a poupar e, portanto, financiar o investimento, deve existir em contrapartida uma elevada taxa de juros para que os poupadores se sintam estimulados a abrir mão do consumo presente com expectativas de obterem maiores ganhos no futuro, fornecendo o capital destinado aos investimentos (MOLLO, 2005).

A Teoria dos Fundos Empréstáveis associa essa visão à hipótese do modelo de determinação dos preços, em que o nível dos preços depende da interação entre a oferta e demanda de certo bem. Ao substituir o preço pela taxa de juros e a demanda e oferta de um bem pela demanda e oferta de recursos poupados pelos agentes econômicos, é possível entender o modelo de fundos empréstáveis. De um lado existem as empresas, que necessitam de recursos para investir, e do outro, agentes econômicos que possuem poupança, que reproduz o resíduo advindo do consumo menor do que a renda (ELLERY JUNIOR. [s.d.]).

Dessa forma, a necessidade de recursos das empresas representa a demanda por recursos, enquanto a poupança dos demais agentes econômicos, como as famílias, por exemplo, representa a oferta de recursos, os chamados fundos empréstáveis. Os bancos intermediam essas operações de oferta e demanda de fundos, que têm como equilíbrio a taxa de juros. A teoria de fundos empréstáveis, assim como a clássica, exige a formação de uma poupança prévia para a realização do investimento.

## 2.3 A visão heterodoxa

A visão heterodoxa parte da concepção Keynesiana para afirmar que a poupança prévia não representa uma pré-condição ao investimento, e sim uma resultante do investimento. Nesse contexto, o investimento é *ex-ante* à poupança e seu financiamento inicial é realizado principalmente através de empréstimos em instituições bancárias, sem depender da disponibilidade da parte da renda não consumida (poupança).

Mas “financiamento” nada tem a ver com poupança. No estágio financeiro das providências, não houve da parte de ninguém a efetivação de poupança líquida, da mesma forma que não houve investimento líquido. “Financiamento” e “compromissos de financiamento” são simples entradas contábeis de crédito e débito, que facilitam aos empresários ir adiante com segurança. (KEYNES, 1937, p.323).

Assim, a hipótese de poupança prévia como origem do investimento pode ser rejeitada, de modo que o financiamento, tal qual definido por Keynes no trecho anterior, se mostra como fator central nos investimentos.

Para Keynes, a moeda não representa apenas um meio de pagamento, mas também uma forma de riqueza. Em momentos de incerteza, característicos das economias monetárias modernas, os agentes econômicos tendem a optar por reter moeda por representar o ativo mais líquido e seguro, em detrimento da manutenção da riqueza na forma de títulos. Fundamentando-se nessa idéia, Keynes desenvolveu sua teoria da preferência pela liquidez.

Enquanto para os clássicos a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de poupança, na corrente heterodoxa a taxa de juros é conceituada como uma recompensa por abrir-se mão da moeda, que possui o maior prêmio de liquidez. Logo, a taxa de juros não se ganha porque se poupa, mas sim por se manter a riqueza em outros ativos menos líquidos que a moeda (CARVALHO, 2000).

A escola Pós-Keynesiana parte dessa concepção de Keynes sobre Investimento e Poupança para explicar o circuito Financiamento – Investimento – Poupança – *Funding*.

Keynes (1937, p. 166) relata em sua obra que

Quando o empresário decide investir, precisa estar seguro de dois pontos: primeiro, que pode obter recursos suficientes a curto prazo, durante o período, durante o período da produção do investimento; e, segundo, que acabará financiando suas obrigações de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo, em condições satisfatórias.



Assim, a viabilização dos investimentos advém da capacidade do sistema financeiro de atender às demandas de liquidez oriundas das empresas que têm o desejo de investir. Para os Pós-Keynesianos o sistema financeiro tem a função de fornecer recursos para investir. Entretanto, não refere-se apenas à criação de meios de pagamentos, mas principalmente à capacidade de transformar títulos de curto prazo em títulos de longo prazo, para que, assim, o pagamento do empréstimo se torne compatível com o tempo de retorno dos investimentos (CARVALHO, 2000).

Keynes (1937, p. 166) prossegue seu raciocínio dizendo que

[...] não faz diferença quanto ao montante de “financiamento” que precisa ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas quanto ao canal através do qual o financiamento chega ao empresário e quanto à probabilidade de que alguma parte do mesmo possa resultar da liberação de dinheiro por parte do próprio interessado ou do resto do público. Assim, é conveniente encarar o duplo processo como o mais característico.

O duplo processo ao qual Keynes se refere é justamente os conceitos de financiamento (*finance*) e *funding*, ou seja, traduz o principal embasamento do circuito pós-keynesiano do Financiamento – Investimento – Poupança – *Funding*.

Os pós-keynesianos afirmam que a poupança prévia não é uma condição ao investimento, porém isso não significa que a mesma seja irrelevante no cenário macroeconômico. A renda e a poupança passam a ser um resultado dos investimentos realizados e constitui papel importante no processo de *funding* de novos investimentos do circuito (STUDART, 2005).

De acordo com Carvalho (2000), a alocação da poupança gerada no processo de multiplicação da renda tem importância relacionada ao processo de administração dos problemas resultantes do crescente descasamento de vencimentos ao longo do crescimento econômico. O financiamento gera uma expansão da poupança, que quando direcionada para a compra de títulos de longo prazo das empresas, permite que as empresas transformem obrigações de curto prazo (empréstimos bancários) em passivos de longo prazo, como ações e debêntures. Assim, completa-se o circuito e define-se o termo *funding*.

Logo, o papel do sistema financeiro possui papel chave nas relações econômicas. A capacidade de instituições bancárias de criar crédito permite aos empresários uma maior flexibilidade na alavancagem financeira. Dessa forma, o investimento pode ser restringido pela falta de financiamento, mas nunca pela falta de poupança (STUDART, 2005).

Costa (2010) define bem a teoria pós-keynesiana a partir de uma metáfora criada pelo próprio autor, em que o financiamento se configura em elemento essencial para o crescimento da economia.

A metáfora da "dança das cadeiras" - aquela brincadeira em que um número maior de pessoas do que de cadeiras tem de sentar assim que a música parar - dá uma imagem do que realmente acontece. Numa festa, para os convidados não perceberem a insuficiência de assentos, o melhor é tocar sempre uma música dançante. Quando parar, será a crise. Algo análogo ocorre na dinâmica da economia. Se os gastos em investimento ficarem restritos às *dadas* rendas, ou melhor, poupanças individuais, será a crise, pois não serão realizados. Mas, se o circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding* funcionar cumulativamente, ele poderá sustentar o crescimento econômico. É necessário um certo mecanismo de arranque no investimento *ex-ante*, para gerar poupança interna *ex-post*, num país. O crescimento do investimento e, conseqüentemente, a multiplicação da renda nacional, geram a chamada poupança. O que importa é colocar o motor em funcionamento ("tocar a música"), num processo de retroalimentação. (COSTA, 2010).

No trecho anterior, a diferença entre a teoria ortodoxa e a heterodoxa é evidenciada, destacando o financiamento (*finance*) como origem primordial ao investimento ao invés da poupança prévia.

A teoria heterodoxa defende, portanto, a necessidade de um sistema financeiro desenvolvido capaz de financiar as empresas e possibilitar que se concretize o processo de *funding* para a realização dos investimentos produtivos.

## 2.4 Propostas de reforma

Entender as diferenças nas relações de poupança e investimento sob as óticas ortodoxa e heterodoxa é mais do que um debate teórico. Permite entender também a origem das propostas financeiras recentes.

As duas visões apresentam propostas bem distintas no que concerne às transformações no sistema financeiro como forma de estimular o financiamento de longo prazo dos investimentos das empresas.

A teoria ortodoxa propõe reformas financeiras de cunho liberal combinadas com o viés altista da taxa de juros, que têm como finalidade estimular o crescimento da poupança agregada, que segundo essa corrente representa uma condição ao investimento e ao

crescimento econômico. Segundo Mollo (2005), existem seis principais pontos acerca dessa reforma financeira:

- a) Desregulamentação do sistema financeiro, deixando que as taxas de juros de equilíbrio sejam determinadas pelo mercado. A intervenção estatal no mercado, principalmente em relação à taxa de juros, é rejeitada por representar uma barreira à formação de poupança e, conseqüentemente, ao investimento.
- b) Supervisão bancária própria. A prevenção e resolução de crises devem ser responsabilidade do setor privado.
- c) Flexibilidade dos preços, mais no mercado financeiro e menos no mercado de bens reais, proporcionando uma melhor alocação do sistema financeiro.
- d) Bancos desregulados. Não afetam a produção real de forma definitiva e possuem o papel de intermediários entre superavitários e deficitários de poupança, facilitando a alocação de recursos na economia.
- e) Abertura à entrada de bancos internacionais. Aumentam a eficiência do sistema financeiro devido ao aumento da concorrência, que reduz os *spreads*, e ao aumento do número de produtos financeiros e novas tecnologias. Além disso, essas instituições exigem melhor supervisão e regulação bancária junto às autoridades monetárias locais.
- f) A política contracionista surge como medida antiinflacionária, o que induz à taxa de juros alta, mas não possui grandes impactos negativos sobre o crescimento econômico em decorrência da neutralidade da moeda

Em relação à escola Pós-Keynesiana, identificam-se algumas diferenças nas propostas que vão de encontro as propostas ortodoxas. Preocupada, principalmente, com o crédito e a liquidez na economia e seus impactos sobre os investimentos, as reformas heterodoxas são as seguintes conforme Mollo (2005):

- a) As fases ascendentes tendem a estimular elevada concessão de empréstimos pelos bancos, tornando a economia mais frágil em decorrência dos maiores riscos de insolvência. Logo, a regulação do sistema financeiro e monetário requer intervenção estatal.
- b) O crédito e a liquidez – e por conseguinte os bancos – têm papel fundamental sobre a atividade econômica.

- c) Necessidade de um sistema financeiro desenvolvido e amplo, capaz de fornecer produtos financeiros diversificados para atrair os investidores.
- d) Políticas contracionistas geram apertos monetário e creditício, podendo agravar as crises à medida que transformam problemas localizados de liquidez em insolvência generalizada. Logo, privilegiam-se políticas expansionistas.

Ao comparar as duas propostas de reforma financeira, identificam-se muitos pontos de vista divergentes que delimitam claramente as idéias de cada corrente de pensamento.

A teoria ortodoxa tende a defender uma grande desregulamentação financeira, em que as taxas de juros e a regulação dos mercados devam ficar sob responsabilidade do setor privado, enquanto na corrente heterodoxa, a regulação das autoridades monetárias estatais tem função fundamental sobre o controle do crédito e da liquidez na economia.

O papel dos bancos é outro aspecto de discórdia, já que os ortodoxos afirmam que os bancos são apenas intermediários financeiros entre os agentes de oferta e demanda de poupança, sem grande poder de influenciar a economia. Para os heterodoxos, os bancos têm o poder de afetar a atividade da economia por terem influência sobre o crédito e a liquidez e, conseqüentemente, sobre os investimentos.

As taxas de juros em patamares elevados são importantes para atrair os recursos dos agentes poupadores, constituindo característica da ortodoxia. No panorama heterodoxo, as taxas de juros altas afetam negativamente ao elevar o custo do empréstimo e desestimular o investimento.

As duas reformas são coerentes de acordo com a essência das teorias ortodoxa e heterodoxa. Enquanto na ortodoxia as reformas buscam a elevação da poupança agregada para realizar investimentos, na heterodoxia a idéia é promover um sistema financeiro moderno com a capacidade de gerar o financiamento e o *funding* para a realização do investimento.

## **2.5 Os modelos de financiamento**

Um sistema financeiro desenvolvido e o tipo de modelo adotado são muito importantes no crescimento econômico por possibilitarem que as companhias realizem o financiamento e o *funding*. O crédito bancário tem sua relevância relacionada à provisão de crédito de curto prazo, e especialmente, de longo prazo, fornecido tanto por instituições

privadas, quanto públicas. O mercado de capitais tem grande importância no processo de *funding*, ao permitir a capitalização das empresas por meio das ações e das debêntures. Os diferentes tipos de modelo de financiamento serão apresentados a seguir.

### 2.5.1 O sistema de crédito bancário

O crédito privado de longo prazo é viabilizado por empréstimos de bancos de grande porte, organizados em bancos universais (ou múltiplos), típicos do sistema financeiro moderno. Esse tipo de instituição privada assume funções de diversos segmentos do mercado, tanto de curto quanto de longo prazo, desde a captação de depósitos à vista até operações de bancos de investimento. As economias que adotam este modelo, que tem raízes na Alemanha, apresentam grande concentração desse segmento pelo fato dos bancos universais exercerem uma ampla variedade de funções, formando um número pequeno de instituições financeiras de grande porte.

De acordo com Hermann (1998), um mercado de capitais deficiente acaba sendo outra característica desse modelo de financiamento das empresas por ficar em segundo plano. O financiamento é caracterizado como indireto, já que os bancos captam poupança sob a forma de depósitos e aplicam sob a forma de empréstimos.

Similar ao sistema anterior por prover o financiamento de longo prazo para a composição do capital fixo, o crédito público, utilizado na França e no Japão nos período pós-guerra, apresenta algumas diferenças em relação ao modelo alemão. As instituições financeiras são controladas pelo governo, se dividindo em bancos de desenvolvimento e agências governamentais direcionadas para setores específicos da economia e para a formulação de políticas financeiras.

Do lado estrutural, há uma grande variedade de instituições financeiras com funções mais específicas, que reflete um segmento menos concentrado e uma regulamentação mais forte em relação ao modelo de mercado de capitais e do crédito privado.

## 2.5.2 O mercado de capitais

O mercado de capitais reflete o grau de desenvolvimento do mercado financeiro moderno. Iniciado nos grandes centros pioneiros da industrialização, como Inglaterra e Estados Unidos, funciona como um forte mecanismo de provisão de recursos de longo prazo destinados à expansão da atividade econômica.

O financiamento é realizado de forma direta pelo fato das empresas lançarem seus próprios títulos diretamente no mercado, sem a necessidade de recorrerem aos bancos. Entre os principais títulos se destacam as ações e as debêntures. A ação representa a menor parcela do capital da empresa, que possui prazo de resgate indeterminado e que o investidor adquire a condição de sócio da empresa ao comprá-la. Como sócio da empresa, o acionista possui direitos de participação sobre os resultados da empresa proporcionalmente a quantidade de ações que detém. No mercado primário as ações são vendidas inicialmente e, posteriormente, podem ser negociadas no mercado secundário da bolsa de valores. Já as debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo, geralmente destinadas ao capital de giro das empresas. As operações realizadas no mercado de capitais são realizadas por instituições financeiras não-bancárias, denominadas corretoras de valores. As ações e as debêntures são títulos privados capazes de atrair recursos do público poupador para as firmas, ao invés de recorrer aos empréstimos de bancos. (CAVALCANTE, 2009).

Segundo Hermann (1998), três considerações devem ser feitas em relação ao modelo de financiamento do mercado de capitais. A primeira ressalva é que a formação desse mercado depende de empresas de grande porte e com histórico de sucesso capaz de dar confiança aos agentes econômicos que investem seus recursos na bolsa de valores. Além disso, a renda agregada deve ser suficientemente elevada para que haja poupadores com o perfil adequado das empresas que buscam o financiamento de longo prazo.

Em segundo, independentemente do tamanho e solidez da empresa atuante na bolsa de valores, sempre existe um grau de risco embutido nesse tipo de aplicação financeira. É muito importante a existência de mercados secundários organizados e dinâmicos capazes de conferir liquidez aos ativos pelo grande número e volume de negociações. O sucesso do mercado secundário depende também da divulgação de informações sobre a situação financeira das empresas e de um sistema eficiente de supervisão.

O mercado de capitais foi se desenvolvendo simultaneamente ao capitalismo em economias centrais da Europa e nos Estados Unidos. Os países subdesenvolvidos entraram

tardamente nesse modelo de financiamento de longo prazo, assim como no processo de industrialização, se apoiando basicamente no sistema de crédito bancário.

## **2.6 O mercado de ações**

O mercado acionário representa um meio alternativo de financiamento para as empresas. Por meio do lançamento de ações no mercado, as empresas são capazes de levantar recursos voltados para os projetos de investimento.

As ações são títulos emitidos pelas empresas, que representam uma fração do capital total da empresa. Os acionistas, ao adquirirem esses títulos, se tornam proprietários de uma parcela da companhia e recebem os dividendos (lucros distribuídos) proporcionalmente à fração das ações que possui. As ações podem, ainda, ser negociadas com terceiros no mercado secundário quando os detentores desejarem vendê-las, proporcionando ganhos de capital.

Os preços das ações são determinados pela oferta e pela demanda. A oferta diz respeito à quantidade de ações emitidas por uma empresa em dado momento. Como a quantidade de ações de uma empresa no mercado é sempre a mesma independentemente do preço, por representar o número de ações que a companhia já emitiu, a demanda se configura no principal determinante do preço. A demanda reflete o desejo das pessoas em comprarem determinada ação. Quando existe um grande (pequenos) número de pessoas desejando comprar ações de uma empresa, o preço tende a se elevar (reduzir). (HALL, LIEBERMAN, 2003).

Segundo Hall e Lieberman (2003), no mercado acionário existem três principais fatores que são capazes de influenciar a demanda por ações, e conseqüentemente, suas cotações: alterações das expectativas de lucros futuros das empresas; flutuações macroeconômicas; e alterações das taxas de juros.

Uma informação divulgada pela imprensa sobre determinada empresa pode levar as pessoas a acreditarem que essa notícia terá impactos negativos ou positivos sobre os lucros da empresa, alterando assim a demanda por ações. Por exemplo, em 2008 a Petrobrás descobriu poços de petróleo em águas profundas no litoral brasileiro e anunciou que seriam desenvolvidas tecnologias para a exploração dessa matéria-prima, com previsão de grande aumento da produção de barris de petróleo até 2014. Esse tipo de notícia tende a influenciar positivamente a demanda de ações da Petrobrás pelo fato dos investidores terem expectativas

de aumento de lucro da empresa, tornando as ações mais atraentes. Inversamente, há informações que podem levar as pessoas a acreditarem que os lucros futuros de uma empresa possam ser comprometidos, reduzindo a demanda por esse tipo de ação.

A demanda das ações também pode ser influenciada por flutuações macroeconômicas. Quando a economia está em expansão, as empresas no geral tendem a ter maiores lucros, tornando, assim, as ações mais atraentes. Por outro lado, retrações econômicas podem ter efeitos negativos sobre a demanda das ações em geral por aumentar as probabilidades de queda de lucro das empresas. Portanto, informações de que a economia vá se expandir ou retrair podem tendem a influenciar a demanda por ações.

As alterações na taxa de juros de outros ativos possuem uma relação inversa com a demanda de ações. As pessoas tendem a manter riqueza de formas diferentes. Algumas mantêm sua riqueza em dinheiro, outras em títulos de renda fixa de baixo risco e rentabilidade e outras em títulos de renda variável, ou seja, em ações. Outras pessoas compõem suas carteiras de investimento com uma parcela de cada ativo. Se a taxa de juros dos títulos de renda fixa aumentar (diminuir), as pessoas tenderão a reduzir (aumentar) a demanda por ações pelo fato dos ativos de renda fixa se tornarem mais (menos) atraentes.

Portanto, as perspectivas de lucro das empresas, as flutuações macroeconômicas e as variações nas taxas de juros dos ativos têm importantes implicações sobre a demanda das ações. Como o preço depende da demanda por ações, esses fatores também influenciam o preço (valorização ou desvalorização) das ações.



### **3 HISTÓRICO DO FINANCIAMENTO NO BRASIL**

Desde o processo de industrialização ocorrido no Brasil na primeira metade do século XX, observamos que, desconsiderando alguns curtos períodos de crescimento econômico mais acelerado durante o Plano de Metas (1956-61) e durante o período do Milagre Econômico (1967-73), o Brasil sempre demonstrou uma significativa dificuldade em organizar e concretizar investimentos de forma contínua. Uma grande razão para essa debilidade é decorrente da inexistência, dentro do sistema financeiro brasileiro, de mecanismos eficazes de financiamento de longo prazo, especialmente no que se refere ao setor privado.

A promoção de investimentos no Brasil baseou-se em três principais alicerces ao longo de sua história: no autofinanciamento e nos créditos público e externo. No entanto, esse modelo não foi capaz suplantar um crescimento econômico brasileiro de forma mais consistente durante um período mais prolongado.

Entre algumas tentativas de reformular o sistema financeiro doméstico em direção a construção de um sistema capaz de oferecer financiamento de longo prazo privado, merecem destaque a reforma financeira dos anos de 1964 a 1967 e a reforma bancária no ano de 1988.

O objetivo deste capítulo é revisar as tentativas de reforma financeira realizadas pelo governo como forma de superar a escassez de crédito de longo prazo para a efetivação de investimentos no Brasil.

#### **3.1 As reformas financeiras**

##### **3.1.1 As reformas financeiras do PAEG**

No contexto econômico de 1964, o Brasil passava por um momento de instabilidade, com expressiva queda dos investimentos somada ao aumento dos níveis dos preços internos. No contexto político, o movimento militar destituiu João Goulart e promoveu o marechal Castelo Branco para o cargo de presidente da república, dando início à ditadura militar.

Ao assumir o governo, os militares tinham o objetivo de estabilizar a economia e, no final do mesmo ano, anunciaram o Programa de Ações Econômicas do Governo (PAEG). O PAEG foi instaurado com o principal propósito de restabelecer o crescimento interrompido nos anos de 1962 e 1963 e conter o avanço da inflação (RESENDE, 1999).

O PAEG foi marcado por uma política monetária e fiscal basicamente restritiva, seguindo fundamentalmente uma linha de pensamento ortodoxo. Embora o PAEG tenha sido um programa que atuou em muitas outras frentes, o importante neste trabalho é realizar uma análise sobre as mudanças estabelecidas no âmbito da estrutura do sistema financeiro.

O diagnóstico do governo, baseado na linha ortodoxa, era de que a insuficiência de crédito de longo prazo estava associada a um baixo nível de poupança agregada. As transformações na estrutura financeira tinham o objetivo de retomar o crescimento econômico, sustentado nos recursos de longo prazo, e ao mesmo tempo, combater gradualmente o processo inflacionário.

As reformas realizadas no período do PAEG foram, em grande parte, de natureza institucional. A Lei 4.595 promoveu a criação do Banco Central do Brasil, que passou a assumir funções antes pertencentes ao Banco do Brasil e à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), como, por exemplo, a responsabilidade pelo controle das transações de redesconto.

Já a Lei 4.728 instaurou a reforma do mercado de capitais, com um quadro institucional baseado no modelo financeiro estabelecido nos Estados Unidos, caracterizado pela especialização e segmentação de mercado. Assim, delimitou as funções dos bancos comerciais, dos bancos de investimento e de desenvolvimento, sociedades de crédito e financiamento, sociedades corretoras e distribuidora de título e valores, entre outras.

O Sistema de Financeiro de Habitação e o Banco Nacional de Habitação também foram criados, por meio da Lei 4.380. As reformulações institucionais significaram um grande avanço na modernização do sistema financeiro brasileiro, especialmente devido à criação do Banco Central (RESENDE, 1999).

Um dos principais objetivos das mudanças realizadas na estrutura financeira era o de promover um desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, similar ao existente nos Estados Unidos. De acordo com Studart (2005, p. 340)

As reformas tiveram por objetivo explícito complementar o sistema financeiro brasileiro, constituindo instituições, instrumentos financeiros e regras de operação capazes de desenvolver o segmento privado de longo prazo e sustentar o processo de industrialização de forma não inflacionária.

Para estimular o mercado de capitais, foram criadas medidas de regulamentação do mercado pelas autoridades monetárias e de incentivos fiscais às empresas e aos poupadores. Em 1966, determinou-se que teriam desconto no imposto de renda as empresas que abrissem seu capital na bolsa de valores e os poupadores compradores de ações. Além disso, um tímido processo de abertura econômica se iniciou com o propósito de captar poupança externa, visto que o governo identificava uma escassez de poupança interna.

Hermann (2003) afirma que as reformas, porém, não foram capazes de desenvolver um sistema de financiamento de longo prazo interno devido a três principais fatores: a) falhas no diagnóstico do problema financeiro de economias em desenvolvimento; b) presença constante da inflação na economia; c) flexibilização da política financeira.

Segundo Hermann (2003), as reformas partiram da concepção ortodoxa de como estimular alternativas privadas de financiamento do investimento. O governo associava os baixos níveis de investimento à escassez de poupança interna, sendo que a última ocorria devido à baixa taxa de retorno real dos ativos.

Na necessidade de combater a inflação, estabeleceu-se a correção monetária para os ativos de renda fixa e incentivos fiscais aos ativos de renda variável, pelo fato da inflação corroer parte do rendimento dos títulos. Os investimentos de curto e longo prazo acabavam por receber o mesmo tratamento, porque as vantagens advindas da correção monetária e do abatimento dos impostos acabavam tendo o mesmo efeito sobre aplicações curtas e longas, não existindo, deste modo, nenhum estímulo para operações de prazos mais longos.

Outro ponto a se destacar concerne à correção monetária. Em economias que possuem taxas de inflação baixas e constantes, a correção monetária é eficaz como meio de *hedge* (proteção) de ativos financeiros, possibilitando que parte da renda degenerada pela inflação seja compensada. No entanto, taxas de inflação elevadas eram recorrentes no Brasil durante os decênios seguintes, fazendo com que a correção monetária não se configurasse em um mecanismo eficiente de proteção da renda real (HERMANN, 2003).

As políticas financeiras de flexibilizações na legislação, em que o governo foi cedendo gradualmente às pressões dos bancos de investimento de emitir títulos de curto prazo, acentuaram a concentração bancária e estabeleceram um caráter cada vez mais curto prazista no setor bancário privado. A captação de recursos pelos bancos de investimento se processava junto a bancos estrangeiros através da emissão de títulos de prazo superior a um ano. Entretanto, à medida que as emissões se mostravam difíceis no mercado doméstico devido à alta inflação, as autoridades monetárias permitiram legalmente que os bancos de

investimentos emitissem títulos de curto prazo, não desempenhando o papel que lhes era designado inicialmente, que era fornecer financiamento de longo prazo (STUDART, 2005).

As reformas financeiras dos anos 60 não foram capazes de implantar instituições e instrumentos privados voltados a dar suporte à formação de capital das empresas. Os motivos encontrados para diversos estudiosos do tema vão desde a impossibilidade de implantar um sistema de crédito de longo prazo em economias inflacionárias até a rejeição dos bancos privados domésticos de financiarem capitais de risco de longo prazo (DAVIDOFF, 1994).

Segundo Davidoff (1994), o fracasso das reformas pode ser atribuído a uma grande liquidez internacional nesse período. O desenvolvimento do Euromercado e a internacionalização do crédito nos países centrais, aliados a uma política pública interna de estímulo ao endividamento externo do governo militar, acabaram reforçando o modelo de financiamento apoiado no autofinanciamento e no crédito externo.

Apesar de modernizar as bases financeiras de nossa economia, as reformas não foram capazes, contudo, de resolver o problema da falta de mecanismos privados de financiamento, um dos objetivos da reforma. Logo, o modelo apoiado no crédito governamental e estrangeiro e no autofinanciamento empresarial persistiu durante as duas décadas posteriores e o mercado de capitais continuou praticamente inerte para a economia.

### 3.1.2 A reforma bancária de 1988

No segundo semestre de 1988, o governo anunciou um pacote de mudanças em relação à legislação das instituições bancárias, desregulamentando o setor. As duas mudanças mais importantes foram a extinção da carta patente e a criação dos bancos múltiplos<sup>1</sup>, implantando um arcabouço financeiro apoiado no crédito de longo prazo bancário.

De acordo com De Paula (1998, pag. 5), “o objetivo da reforma era racionalizar o sistema financeiro e reduzir os seus custos operacionais e gerar um *funding* mais estável para

---

<sup>1</sup> Os bancos múltiplos são instituições financeiras que exigem, para sua criação, pelo menos duas carteiras, sendo que uma deve ser obrigatoriamente comercial ou de investimento. Existem cinco principais carteiras que podem compor um banco múltiplo: (a) comercial; (b) investimento e/ou de desenvolvimento; (c) crédito imobiliário; (d) crédito, financiamento e investimento; (e) arrendamento mercantil (engloba as operações de *leasing*). Não há vinculação entre as fontes de captação de recursos e suas aplicações, com exceção das previstas por legislação específica, elevando-se, então, a faixa livre das operações ativas.

os bancos, através da fusão de diversas instituições existentes em uma única instituição, com personalidade jurídica única.”

A carta patente era um instrumento governamental de caráter burocrático pelo qual as autoridades permitiam a operação de novas instituições financeiras segundo critérios técnicos não muito bem definidos. Com a extinção da carta patente, o critério de criação de novas instituições passa a ser mais claro, definindo um capital mínimo para cada tipo de instituição a ser criada, que, em tese, conferiria uma maior segurança e credibilidade ao sistema.

A criação dos bancos múltiplos visava reduzir os custos das instituições bancárias por meio de uma única instituição atuando em diversas funções, desde banco comercial à banco de investimento, e assim, possibilitar que essas instituições fornecessem crédito de prazos mais extensos.

Anteriormente à reforma de 1988, existiam grandes conglomerados financeiros com diversas empresas de personalidade jurídica diferentes atuando em funções específicas. A segregação formal das atividades dos bancos significava, na concepção do governo, um entrave ao funcionamento do setor financeiro.

Algumas instituições apresentavam grande disponibilidade de recursos, enquanto outras do mesmo grupo apresentavam déficit, provocando custos de poderiam ser eliminados caso fossem autorizados repasses entre as empresas. A Constituição de 1988 permitiu que essas instituições financeiras atuassem como uma empresa única, com apenas um centro decisório, o que reduziu custos através de uma maior sinergia de suas operações (NETO, 1999).

Houve uma desregulamentação do sistema financeiro que culminou em um aumento significativo dos bancos múltiplos devido à redução de custos operacionais, advinda da nova maneira de administração e a centralização dos custos. Além disso, as mudanças de 1988 significaram para as autoridades monetárias uma simplificação da fiscalização desse setor (HERMANN, 2003).

Hermann (2003) ressalta, no entanto, que os bancos múltiplos não tiveram papel importante como ofertantes de fundos de longo prazo, atuando principalmente da mesma forma que bancos comerciais, fomentando o capital de giro das empresas. Assim, as reformas não melhoraram a condição de custos e prazos do crédito no mercado doméstico.

## 3.2 O mercado de capitais na década de 1990

A década de 1990 foi marcada por profundas transformações no cenário econômico brasileiro, tanto em relação às políticas macroeconômicas adotadas, quanto ao conjunto de reformas liberalizantes. Principalmente na segunda metade do decênio, o governo intensificou o processo de abertura econômica e de privatização de empresas estatais com o objetivo de melhorar o quadro econômico herdado da década anterior.

De acordo com Hermann (2003), nesta fase houve um grande ingresso de recursos provenientes do exterior devido à melhoria de expectativas de investimento do país em função de três principais fatores: a) abertura econômica; b) renegociação da dívida externa nos moldes do Plano Brady; c) Plano Real em 1994, que promoveu a estabilização de preços com base na âncora cambial.

O início da década de 90 foi marcado pela primeira posse de um presidente eleito diretamente desde a década de 1960: Fernando Collor de Mello. As primeiras tentativas de ruptura com o antigo modelo econômico que contava com uma participação ativa do Estado começaram nessa época, com um tímido início de abertura comercial e financeira juntamente com o processo de privatização de empresas estatais.

Em 1994, Fernando Henrique Cardoso, que havia sido ministro da fazenda nos dois anos anteriores, é eleito presidente da república e permanece no governo até o fim de 2002. A partir daí, o processo de abertura econômica se intensifica, seguindo uma tendência mundial de globalização financeira.

O diagnóstico do governo era de que o protecionismo e a regulação do mercado pelo Estado tinham se tornado excessivo, o que culminava em uma baixa produtividade da economia. A abertura comercial visava tornar, então, as empresas nacionais mais eficientes, visto que a queda das tarifas de importação, em consonância com o câmbio sobrevalorizado, facilitaria a entrada de produtos importados e acirraria a concorrência no mercado interno. Logo, forçaria as empresas nacionais a se adequarem ao padrão de concorrência internacional (MANCUSO E OLIVEIRA, 2006).

No que se refere à abertura financeira<sup>2</sup>, as mudanças se concentraram, conforme Freitas e Prates (2001), em dois principais pontos: na flexibilização da entrada de investidores

---

<sup>2</sup> A liberalização financeira consistia, ainda, na eliminação de barreiras ao ingresso de investimentos estrangeiros; na entrada de instituições financeiras internacionais através da aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalação de subsidiárias; e na viabilidade que passou a existir do acesso por parte dos

estrangeiros no mercado financeiro brasileiro e na adequação do marco regulatório doméstico ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado na emissão de *securities* (títulos de renda fixa e ações). Tais medidas resultaram em uma significativa liberalização de investimentos estrangeiros em portfólio no mercado interno de capitais. Dessa forma, a liberalização financeira possibilitou alterações no sistema financeiro doméstico.

No final nos anos 80 e primeira metade dos 90, houve uma tendência de fluxo de capital dos países centrais na direção das bolsas de valores dos países emergentes, em que os investidores buscavam diversificar seus portfólios devido à baixa correlação entre os mercados centrais e emergentes e às perspectivas de lucros, já que os papéis nesses mercados eram muito voláteis e de baixa cotação. Além disso, os investimentos estrangeiros no Brasil cresceram consideravelmente em decorrência do grande potencial de valorização da bolsa de valores, associado às recentes privatizações. Entretanto, essas condições não se mantiveram no segundo quinquênio da década de 90 por causa das crises russa, asiática e brasileira (FREITAS E PRATES, 2001).

Prates (1999), em estudo sobre os resultados da abertura financeira sobre o mercado de ações doméstico durante os anos de 1990 a 1997, afirma que:

- a) A participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa passou de 6% no segundo semestre de 1991 para 25,9% em 1997.
- b) De dezembro de 1990 a julho de 1997, o Ibovespa subiu 2.400% em dólar, obtendo a maior alta dentre todas as bolsas do mundo.
- c) O aumento do volume negociado diariamente passou de um patamar de 32 milhões de dólares em 1991 para 829 milhões de dólares em 1997. A Bovespa tornou-se o mercado mais líquido da América Latina.
- d) O volume de emissões primárias em 1992 foi de 900 milhões de dólares e em 1997 foi de 3,5 bilhões de dólares. De 1992 a 1997 a capitalização total das empresas foi de apenas 11 bilhões de dólares.
- e) O número de empresas abertas passou de 861 em 1992 para 968 em 1997.

Portanto, a abertura financeira proporcionou uma maior participação de investidores estrangeiros no mercado doméstico e uma grande valorização dos ativos, além de elevar o grau de liquidez das ações por conta do aumento do volume negociado. O número de empresas abertas também cresceu. Todavia, o volume de emissões primárias de ações, que representa o

financiamento das empresas, teve aumento pouco significativo, registrando um total de 3,5 bilhões de dólares ao final do período.

A liberalização financeira gerou impactos importantes no sistema financeiro doméstico. Apesar de não ter alterado substancialmente a quantidade de emissões de títulos no mercado primário, como descreve Prates (1999) e Studart (2005) e, conseqüentemente, não ter impulsionado diretamente o financiamento de longo prazo das empresas, a liberalização financeira teve maiores impactos sobre o mercado secundário de ações através do ingresso de capitais externos. De acordo com Prates (1999, p. 44) “além da ampliação do grau de abertura financeira do mercado acionário brasileiro, os investidores foram atraídos pelo grande potencial de valorização das bolsas locais, associado ao processo de privatização em curso.”.

O mercado secundário é necessário para proporcionar liquidez aos títulos negociados na bolsa de valores, dando suporte ao mercado primário. É importante que exista um grande número de operações realizadas diariamente e um grande volume negociado para incentivar a compra e a venda de ativos, ou seja, para proporcionar liquidez. Dessa forma, a entrada de novos investidores é estimulada pela facilidade de transacionar os ativos.

Além disso, o número maior de investidores estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), acostumados com o padrão de governança corporativa de países desenvolvidos, forçou as empresas brasileiras a se adaptarem às regras do mercado financeiro internacional, como ressalta o site Portal do Investidor (2010).

Com a listagem internacional e também o fluxo de crescente de investidores estrangeiros no Brasil, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Conclui-se, portanto, que a abertura financeira, ao permitir a entrada de investidores<sup>3</sup> estrangeiros no sistema financeiro doméstico, acabou gerando benefícios para a estrutura e a dinamização do mercado de capitais brasileiro, especialmente para o mercado secundário. Contudo, o sistema financeiro doméstico ainda não foi capaz de influenciar significativamente o aumento dos investimentos das empresas por meio do *funding*.

---

<sup>3</sup> A entrada de investimento externo também foi suplantada pelos planos de estabilização econômica. As reformas financeiras dos anos 60, 80 e 90 foram implantadas, simultaneamente, com planos de estabilização da economia, como os planos de estabilização da inflação (durante grande parte da história brasileira) e o regime de câmbio fixo na década de 90. Os planos de estabilização econômica foram importantes por aumentar a credibilidade da economia brasileira no mercado internacional, promovendo, assim, uma redução do rico país e um aumento do fluxo de investimentos.



## **4 O MERCADO DE CAPITAIS NO SÉCULO XXI.**

Os anos 90 representaram para o Brasil uma fase de estabilização monetária, abertura econômica e privatizações, que resultaram em uma grande entrada de investimento

estrangeiro. A entrada de investidores estrangeiros no sistema financeiro doméstico transformou o mercado de capitais brasileiro, instaurando uma fase de rápido processo de desenvolvimento.

Embora não tenha havido grandes transformações no mercado primário e, portanto, não tenha alterado significativamente o financiamento das empresas por meio de emissões de ações, a última década do século passado foi importante para promover uma dinamização e um desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, especialmente no que se refere ao mercado secundário.

No século XXI, o mercado de capitais brasileiro parece estar tendo, de fato, influências positivas sobre o aumento de investimentos como fonte de financiamento de longo prazo das empresas. O objetivo deste capítulo é analisar o comportamento do mercado de capitais na primeira década deste século, com ênfase no mercado de ações.

A análise da primeira década do ano 2000 encontrada neste capítulo se concentra em quatro indicadores: pontos do Ibovespa registrados a cada ano, o volume médio de papéis negociados diariamente, o volume anual de emissão de ações e o volume anual de emissão de debêntures.

#### **4.1 De 2000 a 2004: forte retração e recuperação**

O primeiro indicador utilizado para analisar o período será o índice Bovespa (Ibovespa). O Ibovespa constitui o indicador mais importante do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, correspondendo a 80% do volume transacionado. Sua relevância está relacionada ao fato do Ibovespa refletir o comportamento dos principais papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Representa o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 2/1/1968 (com valor base igual a 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter havido nenhum investimento adicional, considerando apenas os proventos distribuídos, como dividendos, bonificações, etc (BOVESPA, 2010).

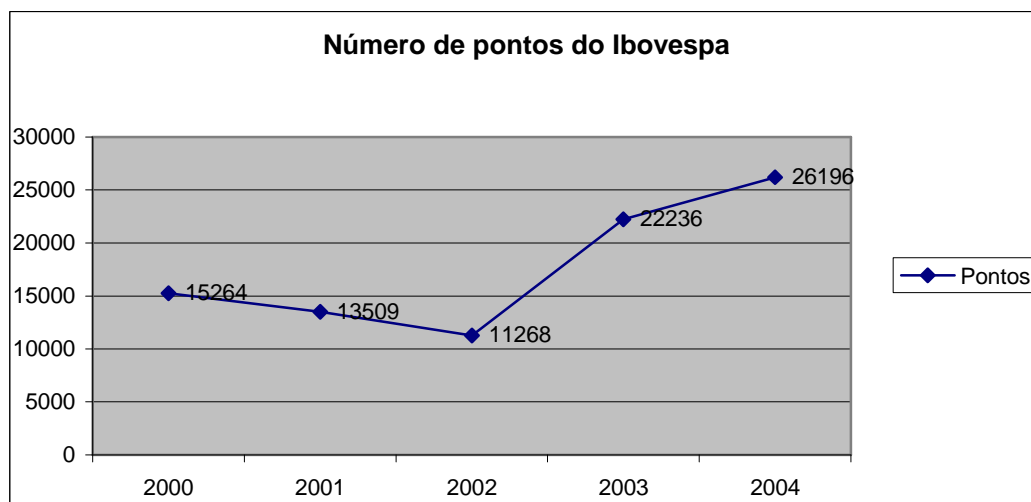
A tabela e o gráfico abaixo mostram a variação do Ibovespa, em pontos, ao final dos primeiros anos do segundo milênio:

**Tabela 10:** Número de pontos do Ibovespa nos anos de 2000 a 2004.

Ano	Pontos Ibovespa	Variação em pontos	Variação (%)
2000	15.264		
2001	13.509	-1.755	-11,5%
2002	11.268	-2.241	-16,6%
2003	22.236	10.968	97,3%
2004	26.196	3.960	17,8%

Fonte: Banco Central

Nota: Pontos registrados em dezembro de cada ano

**Gráfico 11:** Evolução dos pontos do Ibovespa nos anos de 2000 a 2004.

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central.

O intervalo dos anos de 2000 a 2002 é marcado por uma retração do mercado brasileiro de ações. Em 2000, o mercado de capitais seguiu a tendência de queda das principais bolsas de valores do mundo, não mantendo o bom desempenho de 1999. O preço do petróleo triplicou em um ano, o que criou expectativas de elevação dos custos das empresas que utilizam os derivados do petróleo como matéria-prima. Além disso, a Argentina passava por uma grande crise econômica, criando expectativas de redução da exportação de produtos brasileiros para esse país. Esses dois fatores afetaram negativamente as expectativas de lucros das empresas e contribuíram para a redução da demanda de ações.

A retração se perpetuou nos dois anos seguintes, em que o índice Bovespa registrou duas variações negativas consecutivas: de 11,5% em 2001, devido ao atentado terrorista nos EUA e ao racionamento de energia elétrica no Brasil, que trouxe dúvidas a respeito de seus efeitos sobre os lucros das empresas; e de 16,6% em 2002, por causa da iminente guerra entre EUA e Iraque e seus possíveis reflexos sobre o preço do petróleo. Além disso, os resultados

dos relatórios publicados por grandes instituições internacionais naquele ano não recomendavam investimentos no Brasil (BANCO CENTRAL, 2002).

Ao observar o gráfico, pode-se perceber que a queda do Ibovespa de 2000 a 2002 é seguida de uma recuperação nos dois anos posteriores. Em 2003, alcançou-se o patamar de 22.236 pontos no Ibovespa, que representa quase o dobro dos pontos do ano anterior, interrompendo uma seqüência de maus resultados.

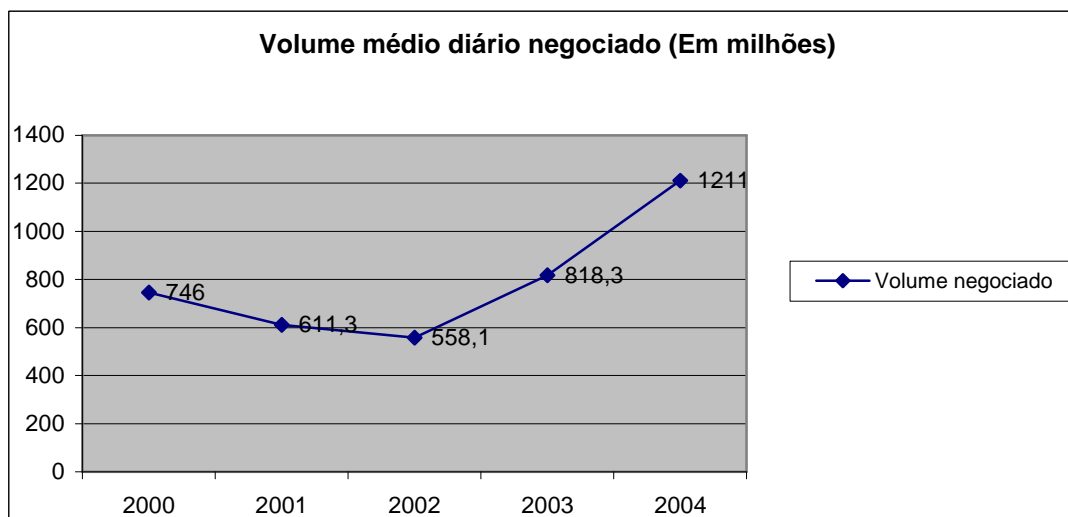
De acordo com o relatório do Banco Central, o Brasil consolidava cada vez mais o controle inflacionário alcançado na década de 90, juntamente com uma perspectiva de queda da taxa de juros e de redução do risco país, gerou uma valorização dos títulos brasileiros no mercado internacional. Havia uma conjuntura interna favorável, que somada à grande liquidez externa, proporcionou a entrada de investidores estrangeiros e impulsionou a compra de ações. Em 2004, Ibovespa teve seu melhor desempenho do período em decorrência da expansão da economia brasileira e as perspectivas de lucros das empresas, que teve impactos positivos sobre as expectativas de cotação dos papéis.

O segundo indicador a ser analisado é o volume médio diário dos ativos negociados na Bovespa, em bilhões de reais. Comportando-se similarmente ao Ibovespa, o volume médio negociado diariamente apresenta queda nos anos de 2001 e 2002, mas reverte essa tendência nos dois anos posteriores como demonstram a tabela e o gráfico seguintes.

**Tabela 2:** Volume médio diário negociado de ações, em milhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

Ano	Volume (em milhões)	Variação (%)
2000	746	
2001	611,3	-18,1%
2002	558,1	-8,7%
2003	818,3	46,6%
2004	1.211	48,0%

Fonte: Banco Central



**Gráfico 2:** Volume médio diário negociado de ações, em milhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.  
Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central.

Os ativos financeiros são negociados no mercado secundário da Bolsa de Valores, que tem importância relacionada à liquidez dos ativos. Consideram-se ações líquidas aquelas que podem ser negociadas, à qualquer tempo, a um preço próximo ao último negócio realizado.

Um mercado secundário dinâmico com um grande volume diário de negociação permite que os investidores tenham possibilidade de vender as ações em sua posse quando desejarem. O volume negociado tem influência, então, sobre a liquidez dos papéis, fornecendo uma maior dinâmica para o mercado e atraindo um maior número de investidores (BOVESPA,2010).

O gráfico mostra uma seqüência de duas quedas consecutivas, que pode ser associada a dois principais fatores. Primeiro, as incertezas quanto ao desempenho da economia brasileira e as constantes perdas das ações deste período desestimularam o investimento em ações (BANCO CENTRAL).

Houve grande valorização dos papéis em 2003 e 2004, grande parte devido à entrada de investidores internacionais, que adquiriram ações de baixa cotação na Bovespa na esperança de vendê-las por preços superiores futuramente e obterem ganhos de capital. O último ano teve um aumento do volume médio negociado de 62,3% em relação ao primeiro.

O volume de emissão anual de ações representa o terceiro indicador a ser analisado para verificar a evolução do mercado acionário brasileiro. No mercado primário é onde as empresas vendem suas ações inicialmente, servindo para captar recursos para novos investimentos. A importância do volume de ações emitido serve para mensurar o quanto as

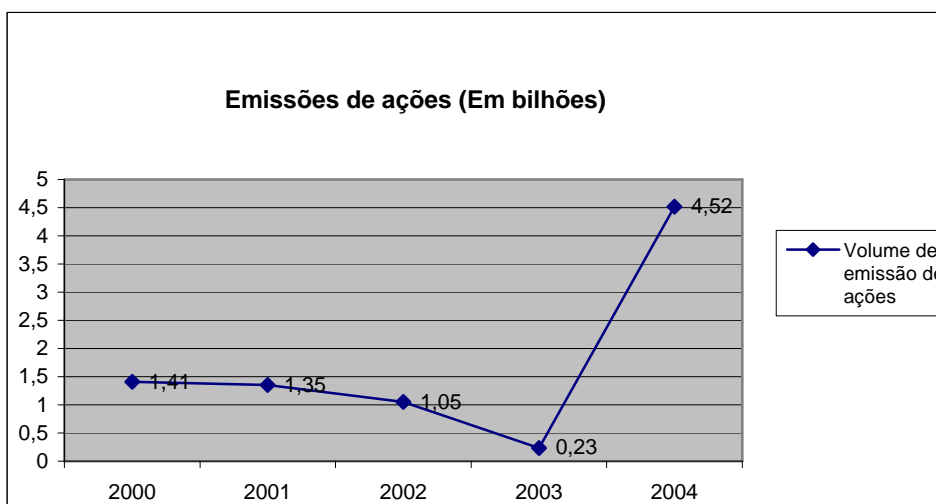
empresas se financiaram através das ações e, conseqüentemente, possibilita o *funding* das firmas.

A tabela e o gráfico abaixo demonstram o volume de emissão no mercado acionário, em bilhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

**Tabela 3:** Volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

Ano	Ações (em bilhões)	Variação (%)
2000	1,41	
2001	1,35	-4,3%
2002	1,05	-22,2%
2003	0,23	-78,1%
2004	4,52	1865,2%

Fonte: CVM.



**Gráfico 12:** Volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

Fonte: Elaboração própria. Dados CVM.

Pode-se perceber no gráfico que a emissão de ações no mercado teve forte retração até o ano de 2003. Segundo o relatório anual do Banco Central (2003, p.82-83) “essa diminuição reflete a melhora nas condições de captação externa das empresas, assim como a postergação de investimento, tendo em vista a desaceleração econômica.” Em 2004, as emissões se recuperaram fortemente, chegando a 4,52 bilhões de reais, que corresponde a um aumento de 220% em relação ao ano de 2000.

O mercado de capitais não se restringe somente aos títulos de ações, existindo outros títulos como, por exemplo, as debêntures. As debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo, emitidas por empresas abertas, que asseguram a seus detentores o direito de crédito contra a instituição emissora. Representam um meio de captação alternativa ao

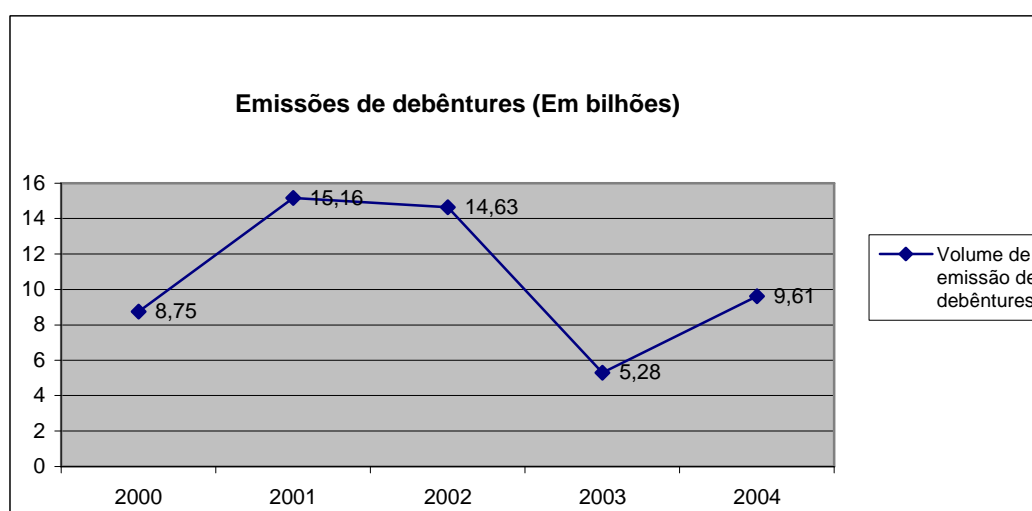
financiamento bancário, abrindo para a companhia um amplo espectro de investidores potenciais. Geralmente, as debêntures são emitidas pelas companhias para financiar projetos, reestruturar passivos e aumentar o capital de giro (BOVESPA, 2006).

A tabela e o gráfico abaixo mostram o quarto indicador do mercado financeiro brasileiro: a evolução anual da emissão de debêntures, em bilhões de reais.

**Tabela 4:** Volume de emissão de debêntures, em bilhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

Ano	Debêntures (em bilhões)	Variação (%)
2000	8,75	
2001	15,16	73,3%
2002	14,63	-3,5%
2003	5,28	-63,9%
2004	9,61	82,0%

Fonte: CVM



**Gráfico 413:** Volume de emissão de debêntures, em bilhões de reais, nos anos de 2000 a 2004.

Fonte: Elaboração própria. Dados CVM.

A emissão de debêntures oscilou bastante durante os cinco anos analisados, resultando em um crescimento pouco expressivo de aproximadamente 10% no último ano em relação ao primeiro.

No período considerado, portanto, o mercado de capitais brasileiro teve uma forte retração no início e uma recuperação no fim. O Ibovespa e o volume de ativos negociados no mercado secundário se retraíram até 2002, grande parte em decorrência do ambiente doméstico e externo desfavoráveis, e se recuperaram nos dois anos seguintes. A emissão de debêntures teve fortes oscilações no período, registrando um total de emissões 9,61 bilhões de

reais em 2004, contra 8,75 bilhões de reais em 2000. As empresas listadas na Bovespa captaram 4,52 bilhões de reais no mercado acionário em 2004, mas ainda representava uma quantia muito limitada. É importante destacar que houve grande avanço institucional, em que a Bovespa foi se adaptando gradualmente ao padrão das bolsas de valores internacionais através da implantação do Novo Mercado<sup>4</sup>.

## 4.2 De 2005 a 2009: a fase de grande expansão

A fase que compreende os anos de 2005 a 2009 representa um forte desenvolvimento e crescimento da bolsa de valores do Brasil. Em relação aos pontos do Ibovespa, durante os anos anteriores à crise financeira de 2008, o mercado de ações brasileiro apresentava expressivo crescimento, dando continuidade à ascensão dos anos de 2003 e 2004. A tabela e o gráfico s seguir ilustram os pontos do Ibovespa nos anos de 2005 a 2009.

**Tabela 511:** Número de pontos do Ibovespa nos anos de 2005 a 2009.

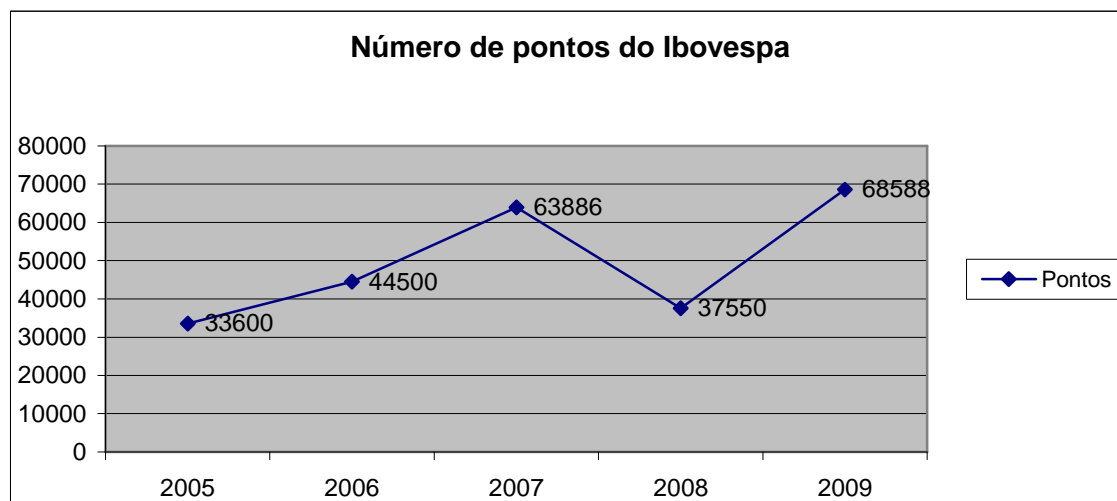
Ano	Pontos Ibovespa	Varição em pontos	Varição (%)
2005	33.600	7.404	28,3%
2006	44.500	10.900	32,4%
2007	63.886	19.386	43,6%
2008	37.550	-26.336	-41,2%
2009	68.588	31.038	82,7%

Fonte: Banco Central

Nota: Pontos registrados em dezembro de cada ano

<sup>4</sup> No ano de 2000, a Bovespa definiu as regras para o Novo Mercado. As empresas que promovessem a abertura de capital se comprometeriam, voluntariamente, a uma série de mudanças que visavam práticas de boa Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido por lei. O objetivo era aumentar a confiança dos investidores e valorizar os papéis através de uma maior transparência. Entre as alterações estavam que as empresas deveriam divulgar demonstrações financeiras nos moldes dos balanços internacionais, realizar reuniões públicas com analistas e investidores ao menos uma vez por ano, manter em circulação uma parcela mínima de ações de 25 % do capital social, os acionistas e controladores teriam condições iguais em caso de venda da companhia, entre outras (BMF&BOVESPA).





**Gráfico 514:** Evolução dos pontos do Ibovespa nos anos de 2005 a 2009

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central.

O Ibovespa registrou crescimento em grandes níveis até o estabelecimento da crise, em níveis muito superiores aos encontrados nos primeiros anos do milênio. No primeiro período (2000-2004), um crescimento de 10.968 pontos refletia uma elevação de 97,3%, enquanto no segundo período (2005-2009) um crescimento de 10.900 pontos representou apenas 32,4%, mostrando como no segundo período a elevação foi muito mais acelerada. No ano de 2007, a Bovespa chegava aos 63.886 pontos e despencou para 37.550 em 2008 durante a crise financeira. Em 2009, a recuperação foi tão rápida que foi capaz de superar em 7,4% os valores de 2007.

Em 2005, o mercado de capitais continuou se expandindo como no biênio anterior, porém de maneira mais forte. A flexibilização da política monetária, que previa uma redução da taxa de juros, teve impactos positivos sobre as expectativas dos investidores em relação à economia brasileira. As aplicações externas na Bovespa foram impulsionadas pelo aumento da confiança dos investidores estrangeiros na solidez da economia brasileira decorrente da proximidade entre o índice de inflação e a meta prevista, somada à quitação antecipada da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) (BANCO CENTRAL, 2005).

A estabilidade macroeconômica brasileira e os contínuos avanços institucionais, aliados a um conjunto de fatores contribuíram para a redução do risco-país e para o grande aumento do volume de investimentos no mercado de capitais doméstico. Em 2006, o Brasil divulgou a informação de autosuficiência em petróleo e a Petrobrás foi se firmando cada vez mais como uma das maiores empresas do mundo. Em 2008, o Brasil conseguiu acumular uma quantidade de reservas internacionais superior à dívida externa, possuindo capacidade de quitá-la. Tal condição foi obtida devido à melhora das contas externas desde 2003, conforme

o relatório do Banco Central. (RIBEIRO, 2008). Além disso, o Brasil se tornou *Investment Grade*, ou seja, as principais agências de risco recomendaram pela primeira vez na história o país como um excelente destino para investimento estrangeiro pelo fato de haver um baixo risco e um bom retorno embutido nas aplicações financeiras (UOL ECONOMIA, 2008).

No âmbito institucional, importantes alterações ocorreram em 2008. Foi instaurada a Nova Bolsa BM&FBOVESPA, que representou a integração entre a Bovespa e a Bolsa de Mercadorias e Futuro (BM&F), formando uma das maiores Bolsas do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a maior da América Latina (BM&FBOVESPA). A Nova Bolsa adquiriu novas características com o intuito de desenvolver o mercado financeiro como: a) um modelo de negócios integrado, incluindo ações, derivativos, ativos e câmbio; b) sistema de custódia completo e o banco BM&FBOVESPA, que serviram para dar mais segurança para as operações; c) implementação de um modelo híbrido de negociação com pregão de viva voz, eletrônico e via internet (*homebroker*); d) o Novo Mercado, segmento especial de listagem de companhias abertas reconhecido internacionalmente; e) modelo de responsabilidade social corporativo altamente desenvolvido que atende desde questões sociais até ambientais; entre outros (ALVES, 2008).

No segundo semestre de 2008 a crise financeira que assolava as principais economias mundiais chega ao Brasil e interrompe o expressivo fluxo de crescimento do mercado financeiro. A crise de origem norte-americana, ainda maior potência mundial, contaminou as demais economias do mundo inteiro.

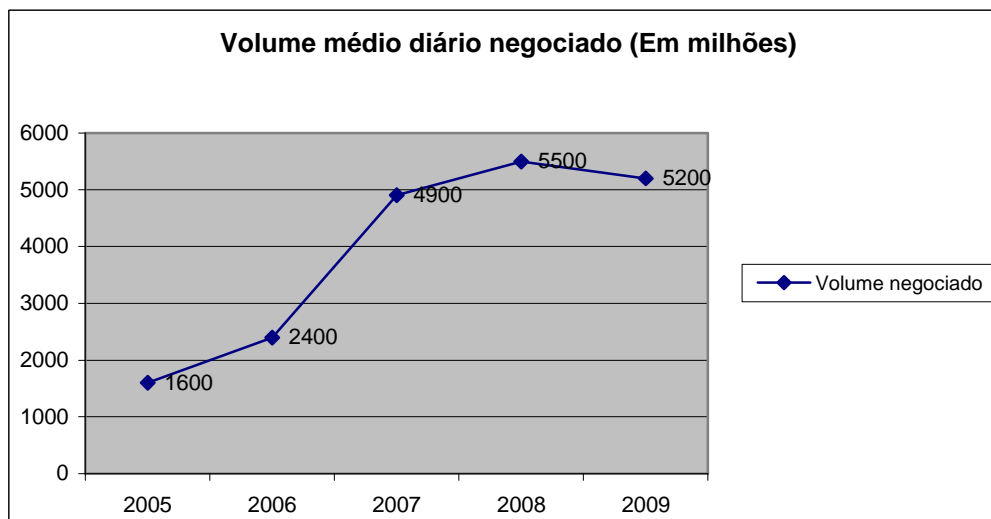
Diante de instabilidades econômicas generalizadas, os investidores tendem a retirar o dinheiro investido em títulos nas bolsas de valores, que representam aplicações com maior risco devido às constantes oscilações, e aplicam em investimentos mais seguros. Os preços das ações despencam em decorrência das vendas generalizadas de ativos. Logo, com a baixa da Bolsa de Valores, as empresas encontram dificuldades de se financiar por meio desse mercado (FOLHADINHEIRO, 2008).

O volume médio diário negociado na Bovespa, que representa o segundo indicador da análise, trilhava um caminho de ascensão. A tabela e o gráfico abaixo mostram a evolução do volume de negociações diárias de 2005 a 2009.

**Tabela 612:** Volume médio diário negociado de ações, em milhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Ano	Volume (em milhões)	Variação (%)
2005	1.600	32,1%
2006	2.400	50,0%
2007	4.900	104,2%
2008	5.500	12,2%
2009	5.200	-5,5%

Fonte: Banco Central

**Gráfico 15:** Volume médio diário negociado de ações, em milhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central.

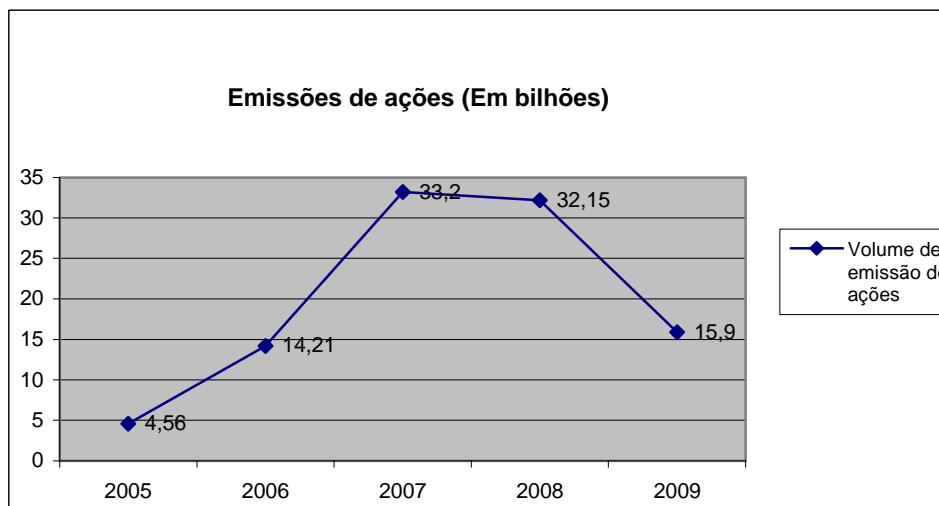
Do primeiro ano do período considerado até 2008, o volume negociado na bolsa de valores brasileira saltou de 1,6 bilhão de reais para 5,5 bilhões de reais. Em 2009 esse número foi reduzido para 5,2 bilhões, porém mesmo assim refletiu um aumento de 225 % em relação ao ano de 2005.

O financiamento das companhias por meio das emissões de ações obteve um significativo crescimento, não possuindo desempenho ainda melhor em função da crise financeira mundial. A tabela e o gráfico abaixo mostram o volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

**Tabela7:** Volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Ano	Ações (em bilhões)	Variação (%)
2005	4,56	0,9%
2006	14,21	211,6%
2007	33,2	133,6%
2008	32,15	-3,2%
2009	15,9	-50,5%

Fonte: CVM.

**Gráfico 16:** Volume de emissão de ações, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Fonte: Elaboração própria. Dados CVM.

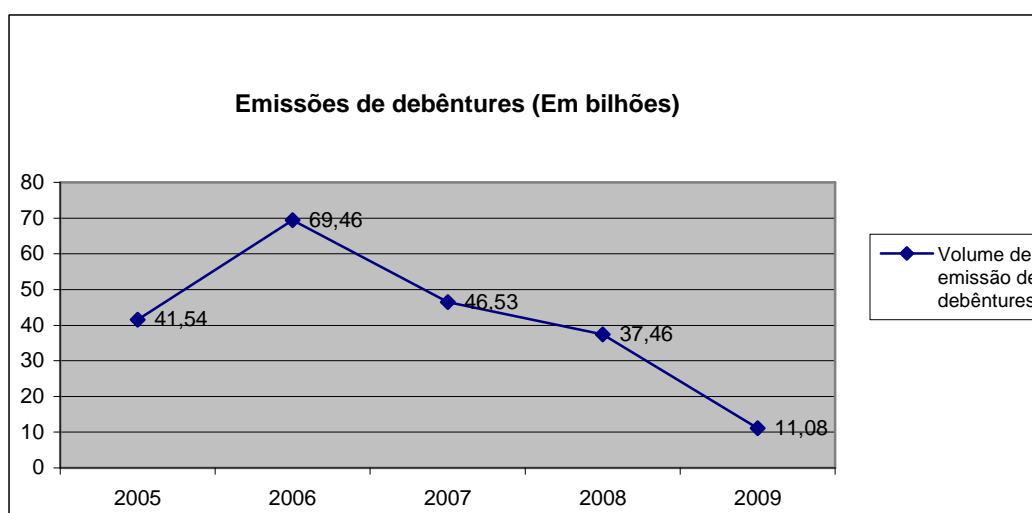
O volume de ações emitido no Brasil em 2005 se manteve praticamente estável comparado ao ano anterior. No entanto, os dois anos seguintes foram de clara evolução, registrando crescimento de emissões de 211,6% e de 133,6%. No ano da crise financeira, o volume emitido de ações não foi muito inferior ao volume de 2007. Isso é explicado porque a maior parte dessas emissões se concentrou nos oito primeiros meses do ano, sendo que do fim do mesmo ano até 2009 foram anotadas quedas consecutivas devido à rigidez do crédito e à aversão ao risco por parte dos investidores (BANCO CENTRAL, 2008).

Em relação ao mercado de debêntures houve um grande aumento de emissões no começo do período e uma retração ao longo dos anos posteriores. A tabela e o gráfico abaixo mostram o volume emitido de debêntures, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

**Tabela 813:** Volume de emissão de debêntures, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Ano	Debêntures (em bilhões)	Variação (%)
2005	41,54	332,3%
2006	69,46	67,2%
2007	46,53	-33,0%
2008	37,46	-19,5%
2009	11,08	-70,4%

Fonte: CVM.

**Gráfico 17:** Volume de emissão de debêntures, em bilhões de reais, nos anos de 2005 a 2009.

Fonte: Elaboração própria. Dados CVM

Os anos de 2005 e 2006 constituem os anos de maior destaque com elevado crescimento. Entretanto, as emissões foram sendo reduzidas ao longo dos anos devido à crise financeira até 2009, quando o volume emitido de debêntures foi de 11,08 bilhões de reais.

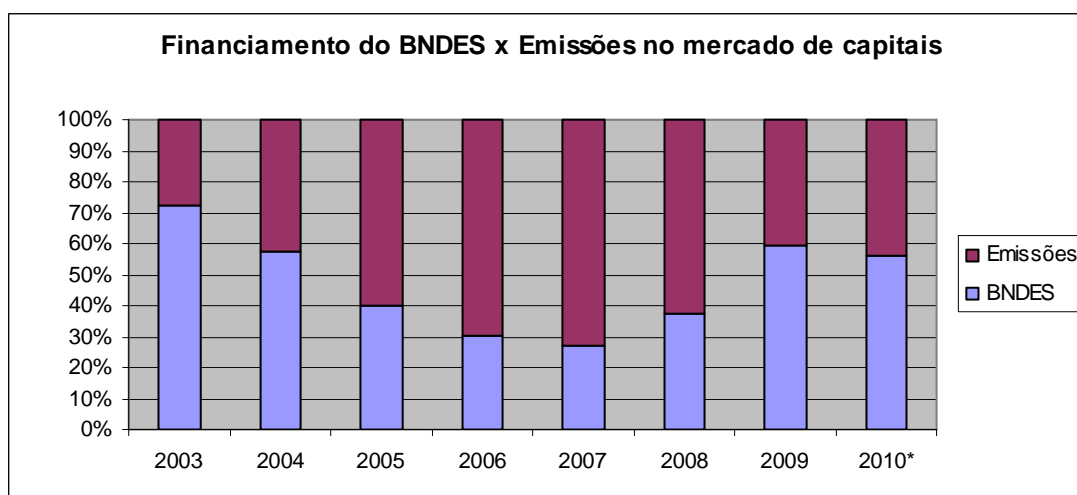
O intervalo de 2005 a 2009 foi marcado, portanto, por uma forte expansão do mercado de acionário doméstico em função do ambiente interno, externo e institucional amplamente favorável. Os principais papéis negociados na Bovespa tiveram uma grande valorização e o volume de papéis negociados alcançou os 5,2 bilhões de reais, que representa uma expressiva expansão quando comparado ao início da década. O financiamento das empresas através do mercado acionário registrou crescimentos consecutivos desde 2004 e chegou a 32 bilhões de reais em 2007 e 2008, constituindo um mecanismo mais consistente de financiamento de longo prazo privado para as empresas. As debêntures apresentaram grande queda após 2006. Contudo, esse bom desempenho obtido no geral foi interrompido com a instabilidade financeira internacional.

### 4.3 A taxa de juros e a política ortodoxa

Ao longo da história do Brasil, o financiamento dos investimentos realizado pelas empresas foi predominantemente baseado no autofinanciamento e no crédito público fornecido pelo BNDES e sempre houve uma necessidade de desenvolver mecanismos privados de longo prazo para que o Brasil alcançasse níveis mais altos de crescimento econômico, como destacam autores como Hermann (2003), Mollo (2005) e Studart (2005).

No entanto, na primeira década desse novo milênio, o mercado de capitais brasileiro parece estar adquirindo maior importância no financiamento de longo prazo das empresas, dividindo a responsabilidade dos investimentos com o crédito do BNDES. Em uma pesquisa realizada pelo jornal Folhadinheiro, em abril de 2010, foram coletados dados sobre o volume de recursos obtidos via emissão de papéis no mercado de capitais e sobre o volume de empréstimos concedidos pelo BNDES – ambos em bilhões de reais – durante o período de 2003 a 2010.

O gráfico a seguir mostra a participação percentual do mercado de capitais e do BNDES em relação ao total do financiamento fornecido por eles (empréstimos do BNDES somado ao total de emissões de títulos).



**Gráfico 18:** Proporção do financiamento do BNDES e de emissões no mercado de capitais em relação ao total de financiamento fornecido por ambos nos anos de 2003 a 2010.

Fonte: Elaboração própria. Dados Folha Dinheiro.

Nota: 2010\* refere-se aos dados registrado até abril.

Ao analisar o gráfico, pode-se observar uma evolução da participação das emissões de papéis do mercado de capitais desde o ano de 2003 até o ano 2007, que vai de acordo com as

análises feitas nas seções anteriores. No ano de 2005, o volume de emissões ultrapassou o total de recursos obtidos por empréstimos do BNDES, representando cerca de 60% do total, e continuou se expandindo até 2007. Nos dois anos seguintes houve retração em decorrência da crise financeira internacional de 2008. No entanto, no primeiro trimestre de 2010 os dados indicam uma recuperação das emissões de papéis no mercado de capitais.

Para que os ativos privados de longo prazo sejam investimentos atraentes, eles devem fornecer uma relação risco-retorno superior aos demais ativos alternativos. A taxa de juros pública em altos patamares significa uma grande concorrência para os ativos privados, impondo um entrave a um maior crescimento do mercado de capitais (HERMANN, 2003).

O rápido processo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi auxiliado por uma redução da taxa de juros ao longo da última década. Entretanto, mesmo com essa redução, a taxa de juros brasileira se situa em níveis muito elevados em comparação à taxas encontradas nos países desenvolvidos, não havendo, assim, grande incentivo para o investimento em ativos de renda variável.

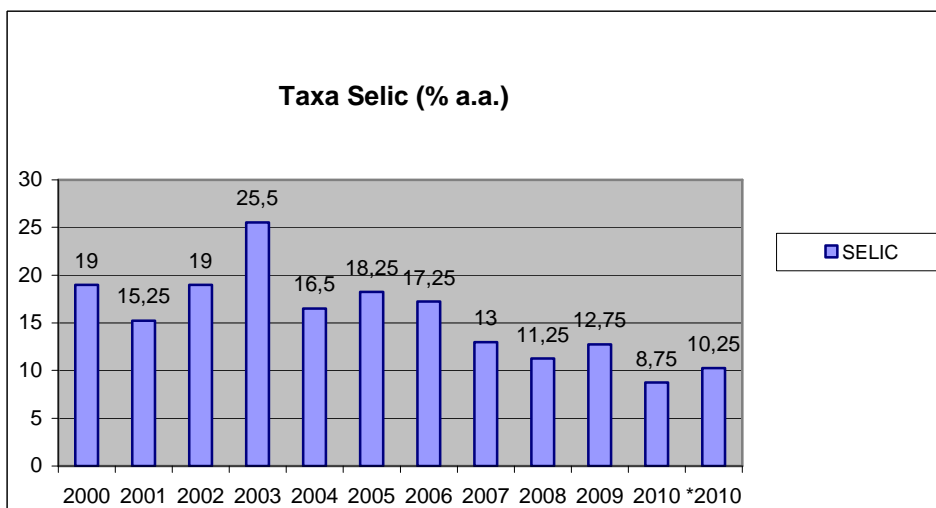
Dessa forma, considerando o risco-retorno, é provável que os investidores optem por títulos públicos em detrimento dos títulos privados. A tabela e o gráfico seguintes ilustram o desempenho da taxa de juros Selic, em percentual ao ano, no início dos anos 2000 a 2009.

**Tabela 9:** Meta da taxa Selic, em janeiro, nos anos de 2000 a 2010.

Ano	Data	Taxa Selic (% a.a)
2000	19/01/2000	19
2001	17/01/2001	15,25
2002	23/01/2002	19
2003	22/01/2003	25,5
2004	21/01/2004	16,5
2005	19/01/2005	18,25
2006	18/01/2006	17,25
2007	24/01/2007	13
2008	23/01/2008	11,25
2009	21/01/2009	12,75
2010	27/01/2010	8,75
2010*	09/06/2010	10,25

Fonte: Banco Central

Nota: 2010\* refere-se a taxa Selic em junho.



**Gráfico 19:** Meta da taxa Selic, em janeiro, nos anos de 2000 a 2010.

Fonte: Elaboração própria. Dados do Banco Central.

A taxa de juros Selic oscilou bastante na última década, onde se podem observar períodos crescentes e descendentes. Ao comparar a taxa atual de 10,25% em junho de 2010 com a taxa de 19% no ano 2000, verifica-se uma redução significativa. Apesar disso, a taxa de juros estabelecida pelo governo brasileiro ainda se situa em níveis muitos elevados quando comparados aos demais países desenvolvidos.

#### 4.4 Balanço da década

A primeira década do ano 2000 teve um grande desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, especialmente na segunda metade. A modernização e a dinamização do mercado de capitais doméstico podem ser atribuídas a três principais razões. Primeiro, as mudanças institucionais realizadas através das implantações do Novo Mercado e da Nova Bolsa BM&FBOVESPA trouxeram inúmeros benefícios que incluíram o Brasil no padrão do mercado financeiro mundial. As novas regras de transparência e a instauração de um padrão internacional da bolsa de valores estimularam a entrada de um maior número de investidores domésticos e estrangeiros. Em segundo, a conjuntura interna favorável, em que o Brasil conseguiu consolidar uma estabilidade econômica, como, por exemplo, o nível de preços internos, possibilitou que os investidores depositassem uma maior confiança de aplicação de



recursos em nosso país. Por último, o período de expansão se aproveitou de uma conjuntura externa favorável de grande liquidez internacional.

O volume de ações e debêntures emitidas pelas empresas aumentou significativamente até 2007, registrando um volume de 33,2 bilhões de reais e 46,5 bilhões reais, respectivamente. Isso indica que o mercado de capitais brasileiro teve uma maior influência no *funding* das empresas instaladas no Brasil. A política altista da taxa de juros, contudo, representa um obstáculo considerável para que se alcance um modelo de financiamento de longo prazo não mais apoiado somente no autofinanciamento e crédito público e externo, mas que também seja complementado por um forte mercado de capitais.

A expansão do mercado de capitais brasileiro foi contida pela crise financeira, iniciada nos Estados Unidos, que contagiou os demais mercados financeiros do mundo. Em economias monetárias, a organização financeira enfrenta um *trade off* entre liquidez e investimento. Se por um lado o mercado financeiro tem a capacidade prover liquidez aos ativos e fornecer recursos para o investimento, por outro os ganhos especulativos são possibilitados, que somados a um sistema de caráter liberal e sem regulação adequada, resultam em crises financeiras. Como atualmente as economias do mundo inteiro são globalizadas e integradas, uma crise nos grandes centros tende a contaminar as demais economias, inclusive o Brasil (DE PAULA, 2008).

Portanto, a crise é um componente comum do sistema financeiro moderno liberal e desregulado. Nos EUA, onde a crise financeira de 2008 teve início, o Estado teve papel fundamental na contenção de uma retração ao prover liquidez para a economia Norte-Americana, injetando um grande volume de dinheiro. É necessária uma revisão sobre política liberal acerca do papel do Estado na regulação da economia para que crises financeiras sejam evitadas.

## 5 CONCLUSÃO

O Brasil apresenta, no decorrer de sua história, uma dificuldade em organizar e concretizar investimentos de forma contínua. Desde o início do processo de industrialização na década de 1930, existiram apenas alguns curtos períodos em que o Brasil teve um crescimento econômico mais expressivo, como, por exemplo, no caso do Plano de Metas, no fim da década de 1950, e do Milagre Econômico, no fim da década de 1960 e início de 1970.

Para realizar investimentos, as empresas têm a opção de se financiarem com capital próprio ou através de recursos de terceiros. No entanto, muitas vezes as empresas não possuem capital suficiente para realizar grandes investimentos, necessitando recorrer a recursos de terceiros no sistema financeiro, seja no mercado de ações ou nas instituições bancárias.

Os longos períodos de baixo crescimento econômico brasileiro podem ser atribuídos a uma escassez de mecanismos de financiamento de longo prazo, especialmente no que diz respeito ao setor privado.

Assim sendo, o Brasil se apoiou basicamente em três principais pilares para poder realizar investimentos: no autofinanciamento das empresas, no crédito público e no crédito externo. Esse modelo, que foi utilizado na maioria dos países subdesenvolvidos, não se demonstrou adequado por favorecer o aumento da inflação, sobrecarregamento do setor público e do endividamento externo.

Duas principais reformas financeiras foram adotadas pelo governo do Brasil na tentativa de estimular o crédito privado e suplantando o investimento: a reformas financeiras do PAEG e a reforma bancária no final de década de 1980.

As transformações financeiras do PAEG foram, em sua maioria, de natureza institucional, promovendo uma modernização do sistema financeiro nacional, principalmente em função da criação do Banco Central. A idéia era promover mudanças na direção de um fortalecimento do mercado de capitais, seguindo a linha do modelo implantado nos Estados Unidos.

A reforma bancária de 1988 pretendia, por sua vez, estimular um modelo de financiamento de longo prazo com maior participação dos bancos privados. Foram criados, então, os bancos múltiplos, que significavam basicamente uma redução dos custos dessas instituições. Dessa forma, buscava-se estimular o crédito de longo prazo.

Contudo, ambas as tentativas falharam em seus objetivos de fortalecer os mecanismos de crédito privado no Brasil, permanecendo, então, o mesmo modelo fundamentado no autofinanciamento e nos créditos público e externo.

Nos anos 90, o governo promoveu importantes mudanças na economia brasileira, que visavam estabilizar o nível de preços internos e retomar o crescimento econômico do país. As alterações foram direcionadas para um processo de abertura econômica e privatização de empresas públicas, seguindo um movimento de globalização mundial. Tais transformações tiveram impactos positivos sobre o mercado de capitais brasileiro, ao proporcionar uma grande modernização e dinamização ao mercado, através da entrada de um grande volume de investidores estrangeiros.

A vinda de capitais externos trouxe benefícios para o mercado de capitais e gerou uma grande dinamização do mercado secundário, onde se verificou uma grande valorização dos ativos e aumento do volume negociado, conferindo uma maior liquidez ao mercado. O mercado primário, entretanto, não sofreu significativas mudanças. Assim, o financiamento das empresas por meio do mercado de capitais continuou bastante limitado.

Na primeira década do século XXI esse quadro vem se alterando. O mercado primário registrou expressivo crescimento do volume diário negociado e de emissões de ações e debêntures. Além disso, as ações obtiveram grande valorização no mercado. Três principais fatores contribuíram para esse crescimento. Primeiro, um ambiente interno favorável em virtude da consolidação da estabilidade da economia brasileira. Em segundo, um ambiente externo favorável em decorrência de uma grande liquidez externa. Por último, foram implantadas importantes mudanças institucionais que adaptaram o mercado doméstico ao padrão internacional.

Dessa forma, a evolução do mercado primário de ações brasileiro ofereceu uma fonte alternativa de captação de recursos e, conseqüentemente, um *funding* mais estável para as empresas. Essa condição não foi ainda melhor devido à política altista da taxa de juros do governo, que tende a desestimular o investimento em títulos de renda variável.

Em 2008, a crise financeira internacional nos Estados Unidos teve impactos negativos no mercado doméstico e interrompeu o fluxo de crescimento apresentado até então. No capitalismo moderno, as crises financeiras representam um fenômeno comum, especialmente em função de um ambiente em que se defende uma participação mínima do Estado na regulação do mercado. O papel do Estado na economia deve ser revisto, a fim de se evitar ou amenizar instabilidades financeiras, como em 2008, que têm efeitos negativos sobre o crescimento econômico.

Apesar da crise de 2008, autores como Torres Filho (2010) e Puga (2010) destacam uma recuperação econômica brasileira, em que se pode verificar uma expansão do crédito e dos investimentos.

Um sistema financeiro desenvolvido se constitui em elemento central no crescimento econômico por dar suporte ao financiamento dos investimentos das empresas através da mobilização de recursos.

## REFERÊNCIAS

ALVES, N.C. A nova bolsa BM&FBOVESPA. **Revista Banco Hoje**. Ed. 19. 2008. p.16. Disponível em: [http://www.adeval.com.br/boletim/ed\\_019/bc\\_hj\\_jun\\_08.pdf](http://www.adeval.com.br/boletim/ed_019/bc_hj_jun_08.pdf) Acesso em: jun. 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatórios anuais de 2000 a 2009**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?PUBLICACOES> Acesso em: mai. 2010.

BOVESPA. **Guia de debêntures**. 2006. Disponível em < <http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: jun. 2010.

\_\_\_\_\_**Novo mercado governança corporativa**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: mai. 2010.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia monetária e financeira: Teoria e política**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

\_\_\_\_\_**Investimento, poupança e financiamento**. Financiando o crescimento com inclusão social. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro [s.d]. 32 p. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento\\_poupanca\\_e\\_financiamento.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf)> Acesso em: abr. 2010.

CASTRO, L. B. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI; VILELLA (Org.). **Economia brasileira contemporânea**. 2ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 335-354

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F.. **Mercado de capitais: O que é, como funciona**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

COSTA, F. N. **Poupança e dança das cadeiras**. 2010. Disponível em < <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2010/06/18/poupanca-e-danca-das-cadeiras/>>. Acesso em: abr. 2010.

COSTA,C.P.; SAVOIA, J.R.F. **Padrões de financiamento de longo prazo: um estudo da experiência brasileira.** 2003. Disponível em <http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/266.pdf/> Acesso em: mai. 2010.

DAVIDOFF, P.R. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. **Revista Economia e Sociedade.** v. 3, n. 3, p. 65-81, dez.1994. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V3-F1-S3/05DAVID2.pdf> Acesso em: Jun. 2010.

DE PAULA, L.F.R. Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação. **Revista Nova Economia.** v. 8, n. 1, pp. 87-116, jul./dez. 1998. 30 p. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/tamanho\\_dimensao\\_e\\_concentracao.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/tamanho_dimensao_e_concentracao.pdf)> Acesso em: mai. 2010.

ELLERY JUNIOR, R.G. **Macroeconomia.** [s.d.] Disponível em: < <http://vsites.unb.br/face/eco/inteco/textosnet/2parte/macroeconomia.pdf>> Acesso em: abr. 2010.

FOLHA DINHEIRO. **Entenda como a crise afeta o Brasil.** 2008. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u374588.shtml>> Acesso: mai. 2010.

FORTUNA, E.. **Mercado financeiro: Produtos e serviços.** 10. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

FREITAS M.CP.; PRATES D.M. Abertura financeira no Governo FHC: impactos e conseqüências. **Revista Economia e Sociedade.** v.10, n.2, p. 81-111, dez. 2001. Disponível em: < <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V10-F2-S17/04-Cristina%20e%20Daniela.pdf> > Acesso em mai. 2010.

HALL, R. E.; LIEBERMAN, M. **Macroeconomia: Princípios e aplicações.** São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003. p.488-512

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J., OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F (Org.) **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços.** São Paulo: Manole: Fundação Konrad-Adnauer-Stiftung, 2003. p.241-293

\_\_\_\_\_. Financiamento de investimentos no Brasil: evolução recente, quadro atual e perspectivas. In: OLIVEIRA, A.; QUEIROZ, H.Q.P. (Org.) **Financiamento do setor elétrico brasileiro**. Inovações financeiras e novo modelo de organização industrial. Rio de Janeiro: Ed. Garamond, 1998. p.23-69.

KEYNES, J.M. [1937a], 1992. Teorias Alternativas da Taxa de Juros. In: **Clássicos da literatura econômica** (1992). Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p. 317-327.

\_\_\_\_\_. A Teoria *ex ante* da Taxa de Juros. In: **Clássicos da literatura econômica** (1992). Rio de Janeiro: IPEA, 1992. p. 335-341

MANCUSO, W.P.; OLIVEIRA, A.J. **Abertura econômica, empresariado e política: os planos doméstico e internacional**. São Paulo: Ed. Lua Nova, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/0D/ln/n69/a07n69.pdf>> Acesso em mai.2010.

MASSAD, A. Banco privado foge de financiamento de longo prazo, aponta economista. **Rede Brasil Atual**. 2010. Disponível em: <<http://www.redebrasilatual.com.br/temas/economia/banco-privado-foge-de-financiamento-de-longo-prazo-aponta-economista>> Acesso em: mai. 2010.

MOLLO, M. L. R. Por uma Dinâmica Monetária e Financeira menos Excludente. In: SICSÚ, J., DE PAULA, L. F.; MICHEL, R. (Orgs.). **Novo Desenvolvimentismo** – Um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri-SP: Manole, 2005.

NETO, A.. **Mercado financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PEREIRA, F. **Financiamento do desenvolvimento brasileiro**. Volume 1. Brasília: IPEA, 1999. (p. 79-88)

PORTAL DO INVESTIDOR. História do mercado de capitais. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>. Acessado em mai. 2010.

PRATES D.M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, M.C.P. (Org.) **Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90**. São Paulo: Ed. Fundap, Ed. FAPESP. Brasília: IPEA, 1999. p. 43-57

PUGA, F.P. Investimentos em perspectivas já são maiores que valores pré-crise. **Visão do desenvolvimento**. BNDES. n. 81. mai. 2010. Disponível em < [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/Visao\\_81.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/Visao_81.pdf) > Acesso em jun. 2010.

RESENDE, A.L. Estabilização e reforma: 1964-1967 In: ABREU, M.P. (Org). **A ordem do progresso**. Cem anos de política econômica republicana 1889-1989. 13ª edição. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p.213-231.

RIBEIRO, A.P. **Reservas superam dívida e Brasil torna-se credor externo pela 1ª vez, diz BC**. 2008. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u374588.shtml> > Acesso em mai. 2010.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do investimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. **Revista de economia política**. v. 13. n. 1. 1993. 18p

\_\_\_\_\_. Financiamento do desenvolvimento. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Org) **Economia brasileira contemporânea**. 2ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p.335-354

TORRES FILHO. Crédito cresce forte em 2009, apesar da crise internacional. **Visão do desenvolvimento**. BNDES. n. 80. abr. 2010. Disponível em < [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao\\_80.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_80.pdf) > Acesso em jun. 2010.

UOL ECONOMIA. **Brasil recebe título de grau de investimento pela agência S&P**. 2008. Disponível em: < <http://economia.uol.com.br/ultnot/2008/04/30/ult4294u1293.jhtm> > Acesso em: jun. 2010.

VIEIRA, F.; LAGE, J. Captação de empresas no mercado dobra. **Folha dinheiro**. São Paulo. abr. 2010.

YANO, N.M.; MONTEIRO M.M. **Mudanças institucionais na década de 1990 e seus efeitos sobre a produtividade total dos fatores**. 2008. Disponível em: < <http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211610100-.pdf> > Acesso em mai. 2010.



