

## **EVOLUÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS BRASILEIROS (DE 1889 A 2004)**

---

**JOSILMAR CORDENONSSI CIA**

Faculdade de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis – Universidade Presbiteriana Mackenzie – SP

### **R E S U M O**

Este estudo tem como objetivo avaliar a evolução dos ativos financeiros no Brasil desde o final de 1889 (ano da Proclamação da República) até fevereiro de 2004. Ao longo da análise destes 114 anos são destacados os principais fatos que marcaram o desenvolvimento (ou a desestruturação) do mercado financeiro brasileiro. A partir de 1973, com a introdução da LTN, é feita uma análise dos desempenhos de risco-retorno dos ativos de renda fixa, das ações, do câmbio (R\$/US\$) e do ouro, com diferentes horizontes de investimento (1, 3, 5 e 10 anos). Nesta perspectiva histórica (de 1973 até 2004), pode-se verificar que o desempenho do Ibovespa chega a ser inferior ao dos títulos do governo (Selic) em termos reais. Isto contrasta com o que se verifica nos principais mercados financeiros mundiais, especialmente o americano. Por fim, é feita uma análise da evolução do câmbio real em relação ao dólar americano desde a Proclamação da República até dezembro de 2003.

**Palavra Chave:** ativos financeiros, renda fixa, ações, câmbio

### **A B S T R A C T**

The purpose of this study is to evaluate the evolution of financial assets in Brazil since the end of 1889 (year of the Proclamation of Independence) up to February 2004. Throughout the analysis of these 114 years, stand out the main facts that marked the development (or the deconstruction) of the Brazilian financial market. Since 1973, with the introduction of the LTN, an analysis of the performance of risk-return of the fixed income assets, share of stocks, exchange (R\$/US\$) and gold is done, with different horizons of investments (1, 3, 5 and 10 years). In this historical perspective (from 1973 to 2004), it can be seen that the performance of the IBOVESPA is inferior to the government titles (Selic) in real terms. This contrasts with what is seen in the main financial markets around the world, especially the American. And at last, an analysis of the real exchange evolution in relation to the American dollar since the Proclamation of the Republic, up to 31/12/2003, is done.

**Keywords:** financial assets, fixed income assets, stocks, exchange

Endereço dos autores:

Josilmar Cordenonssi Cia  
Rua da Consolação, 930 - Consolação - 01302-907 - São Paulo - e-mail: josilmar@uol.com.br

## 1. INTRODUÇÃO

Apesar de existir um consenso entre os acadêmicos de finanças de que os mercados financeiros são eficientes (especialmente sob a hipótese fraca) e que, portanto, olhar o passado não ajuda a prever o futuro, este estudo procura ilustrar a evolução dos principais ativos financeiros ao longo de 114 anos (1889 a 2004).

Se a análise do passado não nos ajuda a prever a evolução futura dos ativos, pelo menos pode colocar questões que nos intrigam e nos forçam a questionar os pressupostos dos modelos teóricos que usamos hoje em dia. Por exemplo, é válido no Brasil assumir que o custo de capital de terceiros é menor que o de capital próprio?

E, por fim, este tipo de análise pode nos lembrar que tanto os mercados financeiros como os modelos teóricos de finanças existentes, na verdade, são frutos de um momento histórico. A evolução das instituições e valores da sociedade são fatores-chave para que o mercado financeiro possa florescer e contribuir com o desenvolvimento econômico-social do país.

## 2. METODOLOGIA

Para fazer este estudo foram extensivamente pesquisadas fontes eletrônicas e convencionais das mais diversas, tais como periódicos, artigos acadêmicos, livros de história, *sites* de pesquisa etc. E por meio deste levantamento foram compiladas as séries de retorno acumulado dos diversos ativos financeiros analisados.

Devido à incidência de altas taxas de inflação na história do Brasil, duas variáveis são importantes para a análise dos ativos financeiros: a inflação e o câmbio (R\$/US\$).

### a. Índices de Inflação

Dos atuais índices de inflação ao consumidor, o IPC-Fipe é o que apresenta a maior série histórica, começando em janeiro de 1939. Assim, este índice foi escolhido como referência para o período 1939-2002.

Com relação ao período 1889-1938, o único índice encontrado que cobre este período é o utilizado pelo Ipea como deflator para o cálculo do PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil (<[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>).

Dessa forma, até 1939 o índice de preços utilizado neste trabalho segue a variação do deflator do PIB até 1939, e a partir daí segue as variações do IPC-Fipe.

### b. Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

Os dados referentes à taxa nominal de câmbio R\$/US\$ (reais por dólar) foram obtidos no site do Ipea (<[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>) para todo o período analisado (1889-2002).

Vale lembrar que neste estudo a taxa de câmbio (R\$/US\$) foi ajustada pela inflação brasileira. A inflação americana não foi levada em consideração. Portanto, no Gráfico 1, a curva R\$/US\$ tem que ser interpretada como sendo o valor de US\$1,00 comprado e entesourado ("guardado debaixo do colchão") em dezembro de 1889 em relação à moeda local corrigida pela inflação brasileira. Esta metodologia foi adotada porque é uma visão bastante difundida entre os investidores e os meios de comunicação nacionais, quando se referem a um investimento (aplicação financeira) em dólar.

A taxa de câmbio real, que leva em consideração também a inflação externa (americana neste caso), é analisada no item 5, abrangendo os últimos 113 anos.

### c. Ouro

Não foram encontradas fontes de dados com cotações de ouro no Brasil antes de 1989. Esta série foi elaborada pela BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) e pode ser obtida na página do Banco Central (<[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>).

No entanto, no *site* da Global Financial Data, Inc. (<[www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)>) há cotações desde 1792 em dólares americanos por onça de ouro.

Partindo do pressuposto que o ouro é uma mercadoria universalmente negociada há séculos, e que sempre existiu agentes em condições de arbitrar os preços desta mercadoria em diversos mercados nacionais, é possível usar as variações acumuladas da cotação do ouro em um mercado como uma *proxy* para o comportamento do seu preço em outro país, desde que seja convertido pela taxa de câmbio.

Assim, devido às limitações das cotações do ouro no mercado brasileiro, optou-se pela adoção de uma série de cotação do ouro em dólares americanos por onça Troy, convertidos em reais pela série da taxa de câmbio.

Entre 1889 e 1932 os índices do ouro e do dólar americano são iguais, porque neste período o padrão-ouro era adotado pelos EUA. Assim, no Gráfico 1 pode ser visto a curva do ouro "sair" da curva do dólar (R\$/US\$). Entretanto, após o fim da Segunda Guerra Mundial, com o acordo de Bretton Woods, os EUA voltam a adotar o padrão ouro, fazendo com que as variações do preço do ouro e do câmbio sejam iguais até o início da década de 1970, quando os americanos deixam o dólar flutuar livremente, sem nenhum lastro em ouro.

### d. Renda Fixa

Os dados sobre taxas de juros no país são difíceis de serem obtidos. De um modo geral, há duas alternativas para avaliar os ativos de renda fixa no País

- Taxa de juros pagas pelo setor público

- Taxa de juros de aplicações financeiras oferecidas pelos bancos comerciais

Apesar da escassez de dados de ambos os ativos, no período anterior à década de 1960 há mais referências na literatura sobre as taxas de juros dos títulos públicos do que as oferecidas pelos bancos. Mesmo assim, há muita dificuldade em se encontrar séries de taxas de juros de títulos públicos. A revista *Conjuntura Econômica* da Fundação Getúlio Vargas (FGV) apresenta (desde o seu exemplar nº 1 de 1947) a evolução de cotações desses títulos a partir de 1944.

Em outubro de 1952, houve uma mudança na metodologia do índice de títulos públicos da *Conjuntura Econômica*, e na edição daquele mês da revista há uma descrição da metodologia adotada antes e depois da mudança.

#### Metodologia pré 1944 a out/1952

Índice não ponderado compreendendo títulos do Governo Federal, apólices estaduais e da Prefeitura do Distrito Federal (Rio de Janeiro, era a capital à época).

#### Metodologia pós out/1952

Índice é uma função da média das cotações dos títulos públicos federais ponderada pelos volumes totais em circulação.

Os títulos públicos nacionais eram pouco negociados no mercado secundário até o estabelecimento do mercado aberto (*open market*), com o lançamento das LTN (Letras do Tesouro Nacional) em 1973.

Um outro parâmetro a ser analisado neste estudo é o custo de capital de terceiros para as empresas nacionais. Para isso, foi utilizada uma série mensal do Ipea-Data de operações de capital de giro, cujo início se dá em janeiro de 1973.

#### e. Ações

Atualmente, o principal índice agregado dos retornos das ações é o Ibovespa. Todavia, este índice começou apenas em 1968, e as bolsas de valores já negociavam ações desde a segunda metade do século XIX no Rio, e a partir de 1890 em São Paulo.

Entretanto, o primeiro dado sobre índice de preços de uma carteira de ações refere-se ao ano de 1944, o qual foi encontrado na revista *Conjuntura Econômica* nº 1 de 1947. Este

índice era obtido através de uma média simples dos preços de 8 ações, cotadas na Bolsa do Rio de Janeiro. No cálculo do índice não se levava em conta o fato de algumas sociedades terem desdobrado o seu capital mediante bonificação de ações aos acionistas. (*Conjuntura Econômica* – jun./1952).

Em junho de 1952, a metodologia deste índice foi revista, ampliando o número de ações de 8 para 16 e ajustando-o para bonificações de ações. Durante a pesquisa não foi possível descobrir se esta nova metodologia ajustava o índice para outros proventos, tais como *splits* de ações, dividendos etc.

De qualquer modo, a série deste índice de ações, chamados pela revista de “títulos privados”, foi recalculada desde 1944 até 1952.

Apesar de não se saber com segurança se este índice ajustava as cotações das ações aos proventos de forma consistente, optou-se por utilizá-lo por dois motivos:

- 1) Aumento do histórico da série de ações em 24 anos. Dado que o Ibovespa tem apenas 36 anos (1968-2004), 24 anos é bastante representativo.
- 2) Percepção na época da evolução dos investimentos em ações. Mesmo que este índice não levasse em consideração as melhores práticas metodológicas, ele era a principal referência sobre a evolução dos retornos das ações.

Além disso, na edição da *Conjuntura Econômica* de 1950, são analisados várias modalidades de investimentos ao longo do período de 1912 a 1949. Segundo os autores “são raríssimos os títulos privados que se negociavam na Bolsa em 1912 e que até hoje [1950] são cotados com certa regularidade”. Nesta ocasião, foram escolhidas somente as ações do Banco do Brasil e da Cia. Fiação Corcovado (setor têxtil) para uma análise do retorno acumulado do período. Ao longo deste período, o Banco do Brasil apresentou uma taxa de retorno média de 8,63% ao ano acima da inflação, e a companhia têxtil 3,17%. Ambas as taxas já foram devidamente ajustadas a proventos.

Optou-se por utilizar o rendimento médio da Fiação Corcovado como *benchmark* da evolução do mercado de ações no período 1912-1949, como forma de compensar eventuais empresas que “quebraram” ao longo do período. Basta lembrar que este período abrange duas guerras mundiais, o *crash* de 1929 e outros eventos domésticos importantes (Revolução de 1930, Estado Novo etc.). Como não se tem cotação ano a ano desta ação, foi calculada uma taxa nominal média (constante) deste papel para que em média fosse atingido 3,17% ao longo deste período acima da inflação.

Assim, o índice de ações deste trabalho é composto pela evolução dos retornos das ações da Cia. Fiação Corcovado entre 1912 e 1949; e pelas variações do índice calculado pela revista *Conjuntura Econômica* entre 1944 e 1968, e após este período segue as variações do Ibovespa.

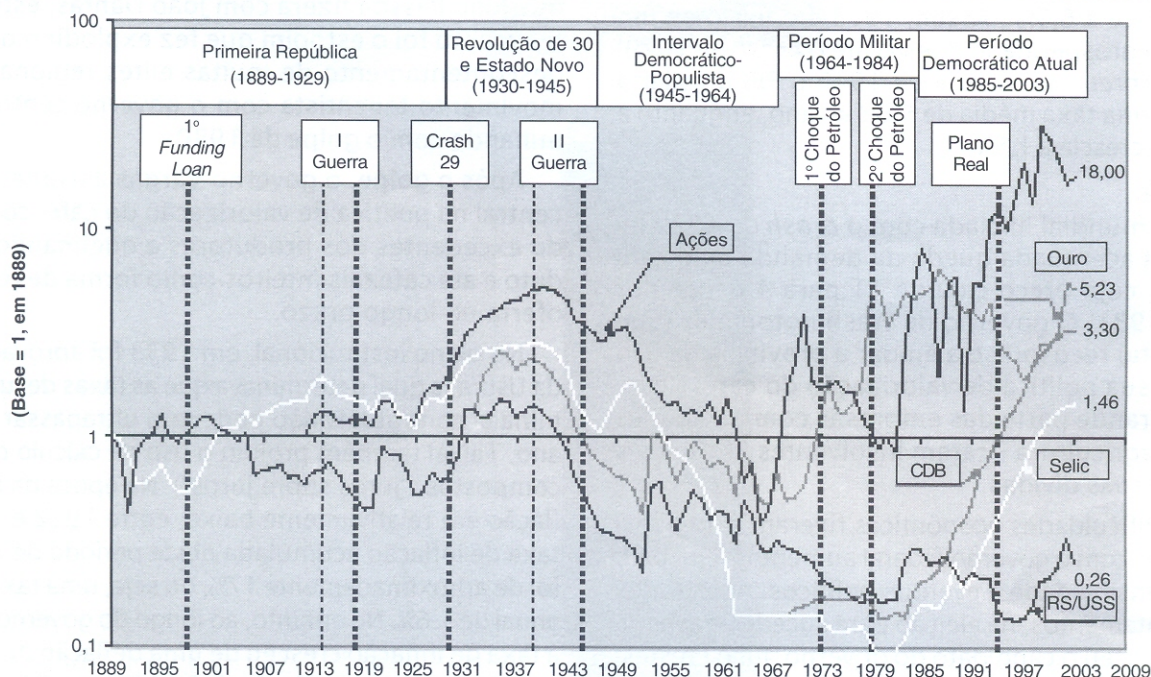
### 3. A EVOLUÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL EM PERSPECTIVA HISTÓRICA

O Gráfico 1 apresenta um quadro abrangente sobre a evolução dos principais ativos financeiros no Brasil. Este gráfico deve ser encarado como um esboço da evolução desses ativos, devido aos poucos dados disponíveis sobre o assunto, e não deve ser interpretado como “retrato fiel” da realidade passada.

#### 1889-1930

Os primeiros anos da República foram marcados por uma grande instabilidade financeira. O governo concedeu a várias instituições bancárias regionais o poder de emitir moeda. Assim, o Banco do Brasil deixou de ser o único órgão a exercer esta função. Essa mudança institucional aliada com o aumento da demanda por moeda provocado pela abolição da es-

Gráfico 1 - Evolução dos ativos financeiros brasileiros (1889-2003)



cravatura acarretou em um crescimento descontrolado dos meios de pagamento, o qual ficou conhecido como **encilhamento**.

Sob a ação das emissões, surge logo no início do período especulação de títulos, e se fundam emprêsas de tãda ordem e finalidade. Só em 1890 e 1891, são autorizadas a funcionar 200, entre as quais 37 bancos, com capital global de 3 bilhões de cruzeiros, isto é, quase quatro vêzes o capital global de tãdas as sociedades existentes no Brasil ao proclamar-se a República. Na verdade, essas novas emprêsas tinham existência apenas no papel. Visavam exclusivamente emitir ações e espalhã-las no mercado de títulos, onde passavam velozmente de mão em mão, sofrendo valorizações sucessivas. Em fins de 1891, sobreveio o pânico, com brusca desvalorização dos títulos que abarrotavam o mercado. A quebra arrastou, não só as emprêsas especulativas,

como as de bases sólidas, sucedendo-se as falências. (*Conjuntura Econômica*, 1948)

Com a superprodução de café em relação à demanda internacional e com a ausência de entrada de capitais externos, o Brasil sofreu uma séria crise de balanço de pagamento. Em 1898, é feito o chamado *funding loan*, que na prática foi uma renegociação da dívida externa que prorrogou o pagamento de juros por 13 anos (até 1911), desafogando a crise de balanço de pagamentos. Em contrapartida a este *funding loan*, o governo de Campos Salles se comprometeu a aplicar políticas econômicas austeras, reduzindo a oferta monetária (chegando até a incinerar papel-moeda) e fazendo um duro ajuste fiscal.

O resultado desta política pode ser percebido no Gráfico 1, por intermédio da elevação da inclinação da curva de rendimentos acumulados em títulos públicos (Selic) a partir do marco do *funding loan*. Como pode ser visto no mesmo gráfico, essa política econômica austera vigorou até o início da I Guerra Mundial.

Com o início da Primeira Guerra Mundial, o comércio exterior sofre uma forte redução “em consequência das naturais dificuldades dos transportes marítimos”. O reflexo sobre o orçamento federal é imediato, pois uma boa parcela da arrecadação era proveniente do imposto de importação. O governo, então, é forçado a fazer a segunda reestruturação da dívida externa (2º *funding loan*) em 1914 e também a aumentar a sua dívida interna.

Já no final de 1915, as crises de comércio exterior e de crédito começam a desaparecer. “A taxa dos descontos, que chegara a 11% no princípio daquele ano [1915], desce a 6,5%”. Assim, 1915 é o início de um período de prosperidade que vai até o *crash* de 1929. Segundo Abreu, na década de 1920 o PIB brasileiro cresceu a uma taxa média de 5,6% ao ano, enquanto a população crescia a 1,5%.

## 1930-1945

A crise mundial iniciada com o *crash* de 1929 levou a uma acentuada queda da demanda pelo café brasileiro, cujo preço caiu de 11 para 4 pence por libra em 1931. O governo de Washington Luís (que era paulista) recusou-se a ajudar a província de São Paulo em sua política de valorização do café. Neste quadro, grande parte das empresas com atividades ligadas à agricultura ficaram insolventes, incapazes de honrar suas dívidas.

Essas dificuldades econômicas fizeram com que a insatisfação com o governo federal aumentasse, bem como a sensibilidade a eventos políticos. Apesar dos descontentamentos, na eleição para suceder Washington Luís venceu o candidato do governo, Júlio Prestes, derrotando o candidato Getúlio Vargas e João Pessoa (candidato a vice), em 1º de março de 1930.

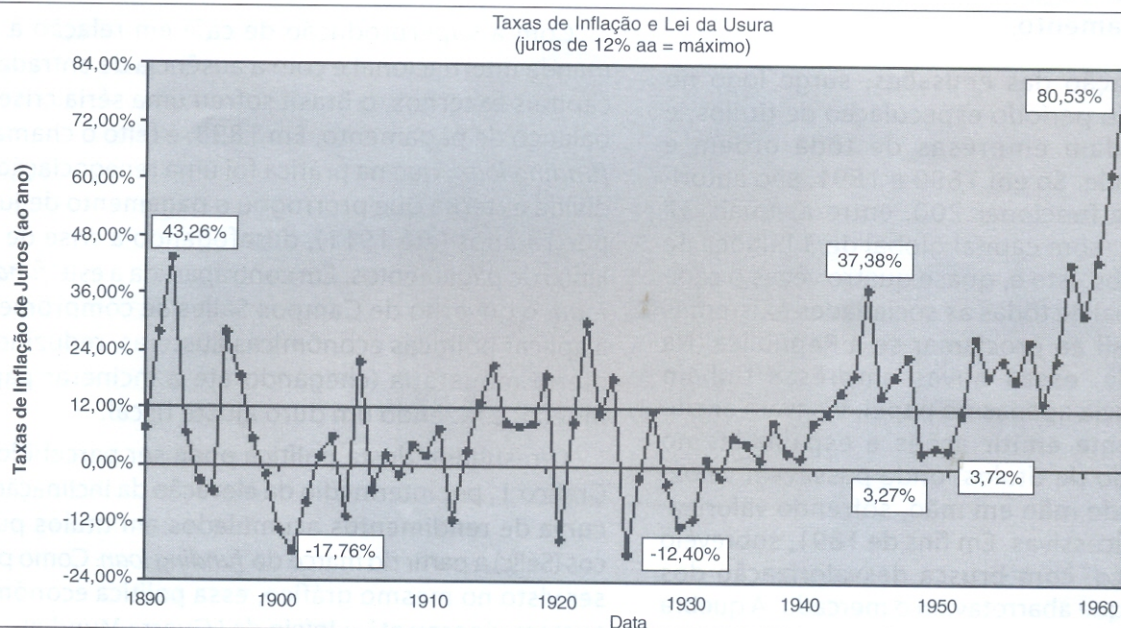
A 26 de julho de 1930, João Pessoa era assassinado em uma confeitaria do Recife por João Dantas, um de seus adversários políticos. O crime combinava razões privadas e públicas, mas, na época, só se deu destaque às últimas, pois as primeiras arranhariam a figura de João Pessoa como mártir da revolução. (Fausto 1994)

Apesar de este assassinato ter tido motivações da política local da Paraíba e da perseguição “moral” que João Pessoa fizera com João Dantas, este acontecimento foi o estopim que fez explodir o barril de descontentamento de muitas elites regionais e do movimento tenentista com o governo central. Culminando com o golpe de 1930.

Após o golpe, o governo Vargas assume o papel central na política de valorização do café, comprando excedentes dos produtores e queimando o produto e até cafezais inteiros como forma de reduzir a oferta no longo prazo.

No plano institucional, em 1933 foi aprovada a Lei da Usura, a qual determinava que as taxas de juros (nominais) contratuais não poderiam ultrapassar 12% ao ano. Tal lei também proibiu o uso de cálculo de juros compostos (“juros sobre juros”). Na época da lei, a inflação era relativamente baixa, entre 1922 e 1932; a taxa de inflação acumulada neste período de 10 anos foi de aproximadamente 17%, ou seja, uma taxa média anual de 1,6%. No entanto, ao longo do governo Vargas a taxa de inflação cresceu de uma deflação de 12,40% em 1930 para uma inflação de 37,38% em 1944, conforme pode ser verificado no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Taxas de Inflação 1890-1963



A década de 1930 foi marcada pela crise financeira internacional, provada pelo *crash* de 1929. Em 1931, o Brasil se viu forçado a fazer a terceira renegociação de sua dívida externa, que também ficou conhecida como o 3º *funding loan*, voltando a pagar juros somente em 1934.

Depois do golpe de novembro de 1937, o governo brasileiro anunciou a suspensão do serviço de todos os empréstimos externos por três anos. Vargas argumentou que o Brasil havia sido forçado a suspender pagamentos por ser impossível, ao mesmo tempo, pagar o serviço e as importações essenciais ao reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. A alternativa de um novo *funding* era considerada inaceitável, em vista de implicar aumento da dívida nominal, já considerada incompatível com a “capacidade de pagamento” do país. (Abreu, 1999).

Com o início da Guerra, o governo central lançou mão de diversas formas de empréstimos compulsórios que rendiam entre 6 a 7% ao ano. Além disso, o governo aumentou o financiamento de seus gastos de guerra com a emissão de moeda, aumentando a inflação e corroendo o rendimento real dos investidores em títulos públicos. Vale observar no Gráfico 1 (**curva vermelha**) a queda dos rendimentos reais acumulados dos títulos públicos neste período.

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, houve fortes pressões internas para a volta da democracia no País. E a primeira eleição da era Pós-Estado Novo é vencida pelo candidato de Vargas, o general Dutra, que diferentemente do regime ditatorial implementou uma política econômica ortodoxa.

#### 1946-1964

Com exceção do governo Dutra, este período foi caracterizado por políticos carismáticos e populistas. Nesta época, as políticas econômicas estavam subjugadas às ambições dos mandatários, sem necessariamente respeitar a racionalidade econômica.

Como os sonhos dos políticos não cabiam nos orçamentos da República, cada vez mais se recorria à emissão de moeda como forma de financiar despesas correntes e investimentos megalomaniacos. Uma vez que a inflação era, frequentemente, maior que os juros pagos pelos títulos públicos, os investidores fugiram deste tipo de aplicação e o governo teve que recorrer cada vez mais à emissão de moeda para se financiar. Em consequência destes movimentos, a dívida pública interna foi corroída para praticamente zero ao longo deste período.

Com a inflação cada vez mais elevada e a vigência da Lei da Usura, os bancos nacionais tiveram de desenvolver mecanismos para conceder empréstimos. Foi neste cenário que surgiram as chamadas “reciprocidades”, em que o tomador pedia R\$100 reais de empréstimos por um ano, pagando R\$ 12 de juros, porém tinha que aplicar parte do dinheiro em um título do banco que rendia uma taxa de juros muito baixa. Assim, o valor liberado efetivamente era de tal forma reduzido que os R\$ 12 de juros corresponderiam a uma taxa efetiva de 40, 50% ao ano.

Entretanto, os bancos faziam poucas ofertas de aplicação aos investidores; em geral, as taxas pagas pelos produtos de captação ficavam bem abaixo da inflação. Os títulos públicos também não se apresentavam como alternativa racional de investimento, pois também proporcionavam um rendimento real negativo. Tanto era assim, que o governo só conseguia emitir dívida por meio de empréstimos compulsórios neste período (nos anos 1946, 1951, 1962 e 1963).

O mercado acionário era uma alternativa viável para poucos investidores altamente especializados. Apesar da obrigatoriedade de que todas as sociedades anônimas deveriam ter ações negociáveis na bolsa de valores de seu estado (ao qual sua sede estivesse localizada), o mercado era muito limitado, conforme relato da revista *Conjuntura Econômica* em maio de 1960:

Calcula-se que, em todo o Brasil, o número das diversas emissões que poderiam ser classificadas como títulos negociáveis não ultrapassa 100 ou 120. Destes, no máximo 25% são negociados com bastante frequência para despertar interesse geral.

As dificuldades apontadas pela *Conjuntura Econômica* para o crescimento do volume negociado no mercado acionário naquela época foram as seguintes:

- “tôdas as ações de uma sociedade anônima pertenciam a um pequeno grupo de pessoas”;
- “a tendência geral do investidor tem sido antes a de comprar, visando obter os lucros dos dividendos, do que comprar para revender e obter os lucros da valorização”;
- “a colocação de novas ações ao público não está regulamentada, não existindo praticamente proteção contra a apresentação inidônea dos fatos, afirmações falsas em matéria financeira e ocultação de informações essenciais”.

Nesta época, todas as sociedades anônimas eram obrigadas a ter ações negociadas publicamente em bolsa de valores de seu estado. No entanto, na prá-

tica, poucas ações eram negociadas, pois a maioria dessas companhias tinha suas ações concentradas em um pequeno grupo de controladores que retinham tais ações em suas mãos. Além disso, não havia um órgão que fiscalizasse e punisse eventuais problemas com demonstrativos financeiros das empresas, como a atual CVM. Assim, aos olhos dos investidores comuns, investir em ações era considerado altamente arriscado.

Devido a essas imperfeições do mercado financeiro no Brasil, a maior parte da poupança privada era destinada à aquisição de imóveis. Os ativos reais, de uma forma geral, e os imóveis, em particular, eram considerados imunes às altas taxas de inflação, e também seguros em épocas de crise. Este quadro provocou uma fuga dos investidores dos ativos financeiros em direção aos ativos reais, principalmente imóveis.

### 1964-1994

Este período foi marcado pelo contínuo aprimoramento institucional para regular e incentivar o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro. Já em 1964, foi criado o Banco Central do Brasil, pela lei do Sistema Financeiro Nacional (Lei n. 4.595/64).

A partir da Lei do Mercado de Capitais de 1965, o governo brasileiro tentou resgatar a credibilidade dos títulos públicos, dando proteção aos investidores contra a inflação. Foi o nascimento da “correção monetária” que estava atrelado às ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional). Além disso, os investidores passaram a ficar isentos de imposto de renda na parcela dos juros correspondente à inflação ocorrida *a posteriori*. No Gráfico 1, a partir deste evento, a curva de títulos públicos (chamada de Selic) se torna paralela à curva do IPC-Brasil, ou seja, ela acompanha a inflação. Com essas reformulações, o governo federal aos poucos foi resgatando os títulos públicos como instrumentos de política monetária e fiscal.

Em 1973, é criada a LTN (Letra do Tesouro Nacional), um título prefixado que não era corrigido pela inflação. Com este título, foi instituído o mercado aberto no Brasil (*open market*). Antes disso, o Banco Central tinha dois instrumentos para implementar a sua política monetária: (i) operações de redesconto e (ii) imposição de depósitos compulsórios.

Nas operações de redesconto, o Banco Central atua somente com os bancos comerciais, as demais instituições financeiras não sofrem um impacto imediato das alterações das taxas de redesconto. Assim, a dinâmica de propagação do “custo” do dinheiro era relativamente lenta.

A imposição dos níveis de depósitos compulsórios aos bancos está sempre sujeita a flutuações na demanda por moeda, que é muito difícil de ser prevista. Além disso, sempre há uma defasagem temporal entre a alteração dos níveis exigidos de depósitos compulsórios e o cumprimento por parte dos bancos, tornando mais difícil a administração da política monetária.

Com o mercado aberto, o Banco Central não só dissemina a todos os agentes de uma só vez qual é a taxa de juros vigentes, como também pode administrar o excesso de liquidez no sistema financeiro por meio de leilões periódicos de títulos públicos.

De uma forma geral, neste período, as taxas de juros reais estavam baixas ou até negativas em alguns momentos.

As bolsas de valores deixaram de ser órgãos oficiais e passaram a ser autonomamente gerenciadas pelas próprias sociedades corretoras. Em 1975, foi criada a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), cuja função é regular o mercado de ações e títulos de dívida que não sejam governamentais (neste caso a responsabilidade é do BC).

No Gráfico 1, pode ser observado ainda que as ações apresentaram uma ascensão vertiginosa entre 1964 e 1971, seguindo o chamado “milagre brasileiro”. Em 1972, houve uma correção da super valorização dos sete anos anteriores, e a partir de 1973 o mercado acionário refletiu os dois choques de petróleo, em 1973 e 1979, fazendo com que o Ibovespa valesse em 1982 apenas 25,63% em termos reais do que valia no pico anterior em 1971.

Entretanto, neste mesmo período (1964 a 1982), os títulos de renda fixa apresentaram retornos reais bem baixos ou até negativos. O excesso de liquidez reinante nos mercados financeiros internacionais nos anos 70, provocado pelos chamados “petro-dólares”, trouxe um certo alívio para o fechamento da balança de pagamento de vários países em desenvolvimento. Mesmo baixas taxas reais de juros já eram capazes de atrair capitais suficientes para equilibrar a balança de pagamentos. Todavia, com o “choque de juros” promovido pelo Federal Reserve dos EUA, em 1979, para forçar um ajuste fiscal por parte do Tesouro americano, elevou a taxa de juros americana livre de risco para 20% ao ano. Isto fez com que a liquidez internacional diminuísse sensivelmente, dificultando o financiamento de déficits das transações correntes, que, para os países importadores de petróleo, foram agravados pelo segundo choque do petróleo.

Vale notar ainda que, com o abandono do padrão dólar-ouro no começo da década de 1970, a moeda americana se “descolou” das cotações do ouro, provocando uma desvalorização do dólar.

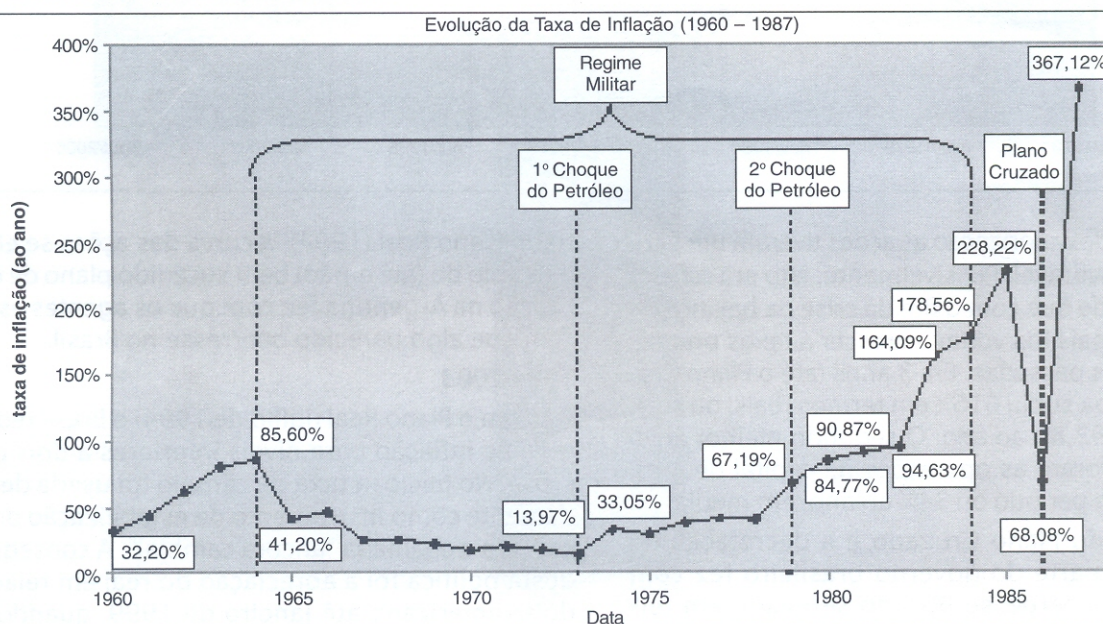
Apesar do cenário internacional adverso, o Brasil só ajustou a sua política cambial em 1983, depois de “quebrar” em 1982, quando teve que recorrer ao FMI para poder honrar seus compromissos financeiros.

Assim, na década de 1980 o principal problema econômico do Brasil deixou de ser a crise da balança de pagamentos e passou a ser a inflação crônica. Veja no Gráfico 3 que os governos militares reduziram a inflação de um patamar de 85% em 1964 para 14% em 1973. Com o primeiro choque do petróleo a inflação mais que dobrou, e foi para 33% em 1974 e

permaneceu neste patamar até o segundo choque em 1979, que elevou o nível para 90% ao ano.

Com a maxidesvalorização do cruzeiro em 1983, a inflação não só deu um salto para 164%, como também manteve uma tendência persistente de crescimento. Uma das motivações alegadas para o golpe de 1964 foi o descontrole da inflação, o qual chegou a 80% em 1963, ameaçando chegar a 120% em 1964. No entanto, os militares entregaram o poder com uma inflação anual de 178% e com tendência de crescimento.

Gráfico 3 - Evolução da taxa de inflação (1960-1987)



O plano cruzado foi a primeira tentativa de “quebrar” o ritmo de crescimento inflacionário, porém, como pode ser visto no gráfico, seu efeito foi efêmero. Com exceção do Plano Real, os demais planos de estabilização também fracassaram na tentativa de estabilizar os preços (Plano Bresser - 1987, Verão - 1989 e Plano Collor - 1990).

Os reflexos dos principais eventos ocorridos após 1973 podem ser vistos no Gráfico 4.

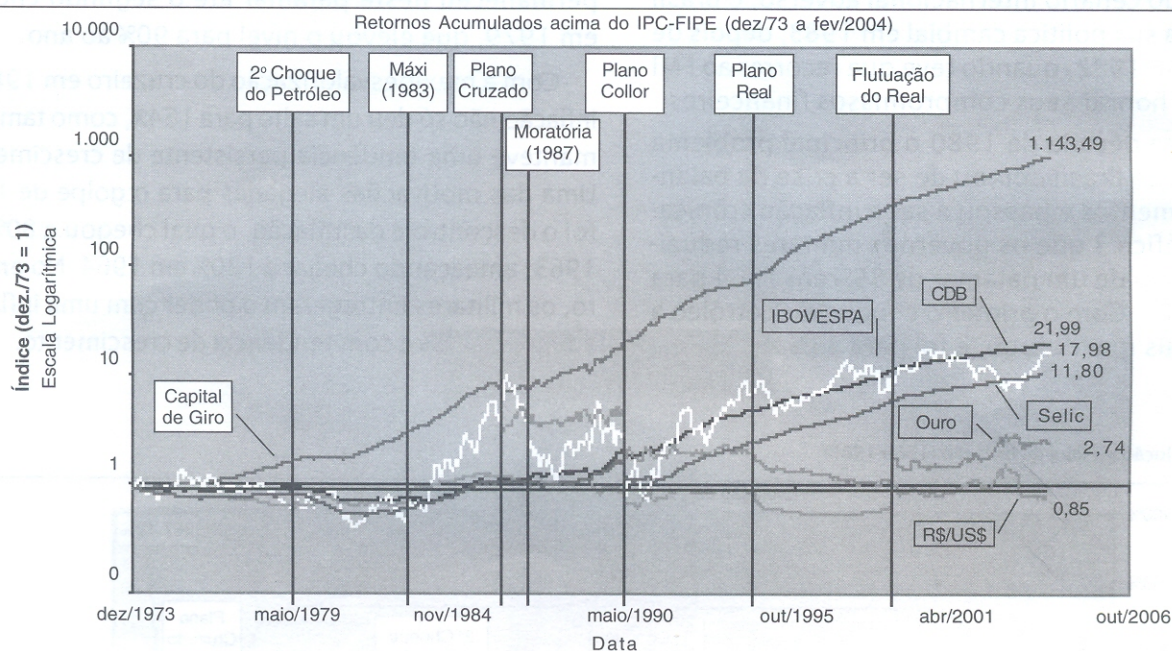
Entre os dois choques do petróleo (1973 a 1979), as ações brasileiras apresentaram um retorno acumulado abaixo da inflação, apesar do elevado crescimento econômico que o Brasil apresentava neste período (ao redor de 7% ao ano). E a taxa de câmbio nominal foi depreciada em um ritmo menor que a inflação do período. O CDB apresentou um retorno acumulado levemente negativo na maior parte do período, porém, no momento do segundo choque havia praticamente

empatado com a inflação. No entanto, a série calculada por meio das taxas cobradas pelas operações de capital de giro proporcionariam um retorno acima da inflação em 80% ao longo de todo este período. E devido à forte entrada de capitais externos, a moeda local foi se apreciando contra o dólar em termos reais (levando a curva “R\$/US\$” para baixo no Gráfico 4).

Entre o segundo choque do petróleo (1979) e a maxidesvalorização do cruzeiro em 1983, praticamente todos os principais ativos financeiros apresentaram retornos acumulados inferiores à perda de poder aquisitivo da moeda nacional. A única exceção foram as operações de capital de giro que tiveram um retorno de 87% acima da inflação do período. O destaque negativo foi a renda variável que, além da alta volatilidade, atingiu um valor de mercado equivalente a apenas 43,5% do seu valor de 1973.



Gráfico 4 - Evolução dos retornos reais acumulados (dez/1973 a abr/2003)<sup>1</sup>



Com a maxidesvalorização as ações tiveram um período bastante favorável. Possivelmente, isto era reflexo da expectativa de que com o fim da crise da balança de pagamentos o país iria voltar a crescer a taxas praticadas nas décadas passadas. Em 3 anos (até o Plano Cruzado) o Ibovespa subiu 616% em termos reais, ou seja, uma média de 92,8% ao ano. O segundo melhor ativo deste período foram as operações de capital de giro, rendeu 139% no período ou 34% ao ano, em média.

O fracasso do Plano Cruzado e a decretação de moratória por parte do governo brasileiro fez com que o Ibovespa perdesse 90% do seu valor em termos reais entre o pico atingido em abril de 1986 (índice igual a 10,93) e dezembro de 1987 (índice igual a 1,17). A bolsa conseguiu recuperar-se um pouco até 1990. Os ativos de renda fixa (Selic, CDB e Capital de Giro) apresentaram taxas reais de juros até 1990.

O Plano Collor (março de 1990) causou uma forte depreciação dos ativos financeiros brasileiros em geral. Somente as operações de capital de giro continuaram a mostrar uma rentabilidade ainda acima da inflação. No esforço de reduzir a inflação, o governo elevou a taxa de juros fortemente, fazendo com que os títulos de renda fixa apresentassem uma boa rentabilidade no período. Esta elevação da taxa de juros deprimiu o mercado de ações.

Depois do *impeachment* do Collor, o preço das ações subiu em função da expectativa do lançamento de um plano de estabilização com razoáveis chances de dar certo. Assim, à medida que se aproxima do lançamen-

to do Plano Real (1994), a curva das ações se eleva. O exemplo do (até então) bem sucedido plano de estabilização na Argentina fez com que os agentes esperassem que algo parecido ocorresse no Brasil.

### 1994-2003

Com o Plano Real (julho de 1994) o Brasil reduziu a taxa de inflação para níveis inferiores a dois dígitos (10%). No início, a taxa de câmbio foi usada deliberadamente como instrumento de estabilização dos preços, era a chamada "âncora cambial". A consequência desta política foi a apreciação do real em relação ao dólar americano até janeiro de 1999, quando o governo deixa o real flutuar. Este fenômeno pode ser visto no Gráfico 4 por meio da "barriga" formada pela curva do câmbio (R\$/US\$, na cor verde).

A taxa de juros continuou elevada para praticamente todos os instrumentos de renda fixa. Entretanto, as ações também reagiram bem até depois da flutuação do real (em jan./99). Isto foi possível por causa de expectativas favoráveis por parte dos agentes em relação à viabilidade política de que reformas estruturais fossem aprovadas e que disparasse um novo ciclo de crescimento sustentável. No entanto, a crise no abastecimento de energia elétrica em 2001 e a desconfiança do mercado financeiro sobre os rumos políticos que o país iria seguir a partir das eleições presidenciais de 2002 fizeram com que estas expectativas fossem frustradas. Além de derrubar as cotações das ações esta frustração das expectativas fez com que o câmbio disparasse e os juros subissem.

<sup>1</sup> A série de cotações mensais de ouro só foi obtida a partir de abril de 1986. O valor do índice do ouro para abril de 1986 foi estipulado por meio da evolução em termos reais das cotações anuais do ouro entre dez./73 a dez./85, que foi de 302%. Assim, o índice do ouro começa com 4,02 em abril de 1986.

#### 4. ANÁLISE DE RISCO E RETORNO

O desempenho de risco-retorno dos ativos financeiros brasileiros ao longo desses 114 (dez./1889 a dez./2003) anos pode ser visto no quadro abaixo:

114 anos	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
Retorno Anual Médio	1,47%	12,37%	1,38%	5,19%
Desvio-padrão	15,06%	55,27%	26,09%	32,46%
Coef. Variação	10,24	4,47	18,91	6,25
Índ. Sharpe	0,00	0,20	0,00	0,11
Correlação				
Selic	1,000			
Ações	0,337	1,000		
R\$/US\$	0,195	0,184	1,000	
Ouro	0,074	0,000	0,767	1,000

O horizonte de investimento usado para elaborar o quadro anterior é de apenas um ano. O retorno anual médio da Selic (títulos do governo) foi usado como taxa livre de risco para poder calcular o índice Sharpe. Vale notar que, ao longo desses 114 anos, o coeficiente de variação das ações foi inferior ao da Selic. Isto se deve em grande parte aos longos períodos da história em que a taxa real de juros era negativa, ou seja, a taxa de juros nominais estava abaixo da inflação.

Se esta análise for feita a partir de 1974 (dez./1974 a Fev./2004), que é o momento em que o mercado financeiro atinge uma maior maturidade e há mais dados disponíveis, os desempenhos dos ativos, de acordo com o horizonte de tempo de investimento (1, 3, 5 ou 10 anos), ficarão assim:

		12 meses	CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
Horizonte de Investimento de 12 meses	Retorno Médio Anual	11,93%	27,89%	10,00%	24,77%	2,36%	0,63%	
	Desvio-padrão	14,14%	17,23%	15,51%	74,58%	18,86%	24,97%	
	Coef. Variação	1,19	0,62	1,55	3,01	7,99	39,63	
	Índ. Sharpe	0,14	1,04	0,00	0,20	-0,41	-0,38	
	correlação		CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
	CDB	1,000						
	CapGiro	0,710	1,000					
	Selic	0,752	0,533	1,000				
	Ações	0,186	0,157	0,358	1,000			
	R\$/US\$	0,054	0,100	0,233	0,234	1,000		
Ouro	-0,057	-0,371	0,356	0,190	0,756	1,000		
Horizonte de Investimento de 3 anos	Retorno Médio Anual	12,11%	28,32%	10,01%	12,59%	1,82%	-2,74%	
	Desvio-padrão	10,89%	12,42%	11,06%	34,68%	10,91%	14,62%	
	Coef. Variação	0,90	0,44	1,10	2,75	5,99	-5,34	
	Índ. Sharpe	0,19	1,47	0,00	0,07	-0,75	-0,87	
	correlação		CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
	CDB	1,000						
	CapGiro	0,764	1,000					
	Selic	0,806	0,625	1,000				
	Ações	0,384	0,436	0,572	1,000			
	R\$/US\$	0,008	0,043	0,261	0,368	1,000		
Ouro	-0,412	-0,823	0,204	-0,062	0,781	1,000		
Horizonte de Investimento de 5 anos	Retorno Médio Anual	12,55%	29,06%	10,25%	12,01%	1,50%	-4,10%	
	Desvio-padrão	10,05%	9,65%	9,57%	21,27%	8,29%	11,28%	
	Coef. Variação	0,80	0,33	0,93	1,77	5,53	-2,75	
	Índ. Sharpe	0,23	1,95	0,00	0,08	-1,06	-1,27	
	correlação		CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
	CDB	1,000						
	CapGiro	0,862	1,000					
	Selic	0,848	0,741	1,000				
	Ações	0,341	0,508	0,563	1,000			
	R\$/US\$	-0,208	-0,160	0,091	0,210	1,000		
Ouro	-0,602	-0,843	0,137	-0,363	0,903	1,000		

Horizonte de Investimento de 10 anos

10 anos	CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
Retorno Médio Anual	13,74%	30,69%	10,97%	13,34%	0,39%	-5,57%
Desvio-padrão	8,11%	6,59%	6,58%	8,50%	4,10%	5,90%
Coef. Variação	0,59	0,21	0,60	0,64	10,51	-1,06
Índ. Sharpe	0,34	2,99	0,00	0,28	-2,58	-2,80
correlação	CDB	CapGiro	Selic	Ações	R\$/US\$	Ouro
CDB	1,000					
CapGiro	0,939	1,000				
Selic	0,923	0,813	1,000			
Ações	0,244	0,268	0,283	1,000		
R\$/US\$	-0,610	-0,627	-0,370	0,118	1,000	
Ouro	-0,635	-0,911	0,537	-0,132	0,873	1,000

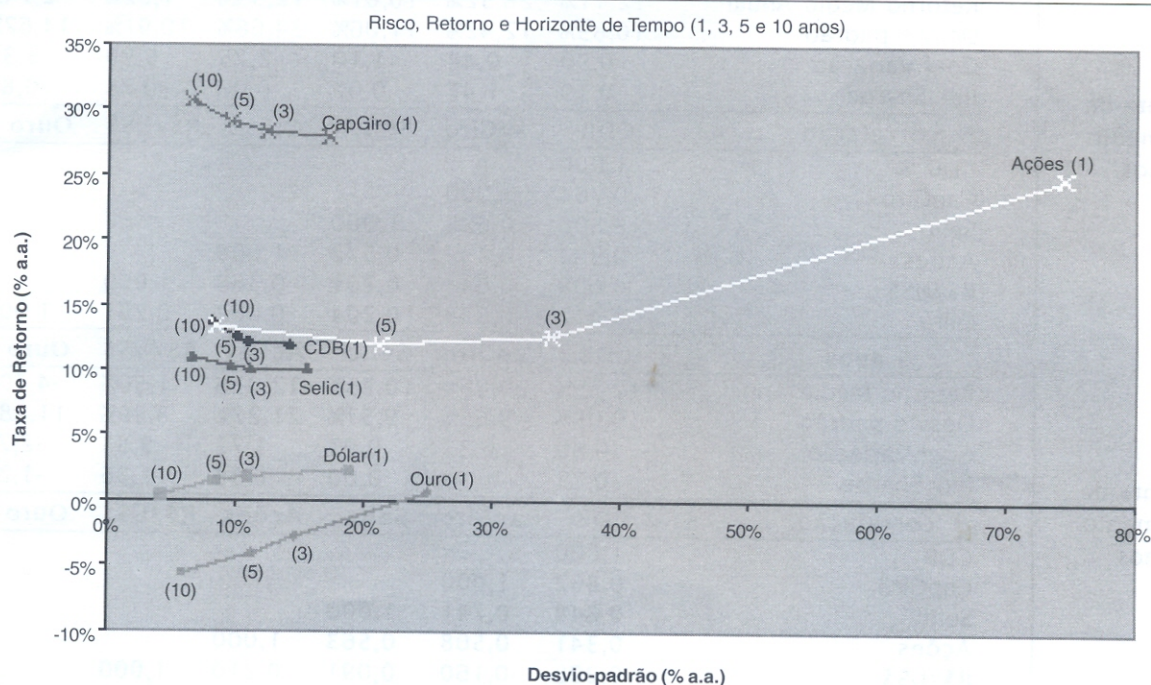
Esses quadros podem ser melhor visualizados no Gráfico 5.

De um modo geral, pode-se dizer que as ações tiveram um retorno inferior ao custo de capital de terceiros (capital de giro) em todos os horizontes, contradizendo os manuais de finanças, que dizem que o custo de dívida tende a ser menor que o custo de capital próprio. Isso sem contar que para empréstimos de curto prazo, como é a característica das operações de capital de giro, os juros deveriam ser mais baixos. Mesmo descontando o *tax shield* (benefício fiscal da dívida) o custo da dívida ainda é maior que a rentabilidade dos acionistas.

De qualquer forma, esta é a realidade percebida pelos agentes econômicos brasileiros. Prova disso é o baixo nível de endividamento apresentado pelas empresas brasileiras em comparação às suas congêneres estrangeiras.

Esta análise pode estar contaminada pelo período estudado. Dessas três décadas de histórico, a década de 1980 é a chamada "década perdida" e a de 1990, apesar de não ter recebido este rótulo, apresentou uma taxa de crescimento econômico médio inferior à dos anos de 1980. Desta forma, os resultados alcançados não devem ser simplesmente projetados para o futuro, pois este quadro econômico provavelmente não se perpetuará.

Gráfico 5 - Análise de risco e retorno dos ativos financeiros em função do horizonte de tempo



## 5. EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL (1889-2003)

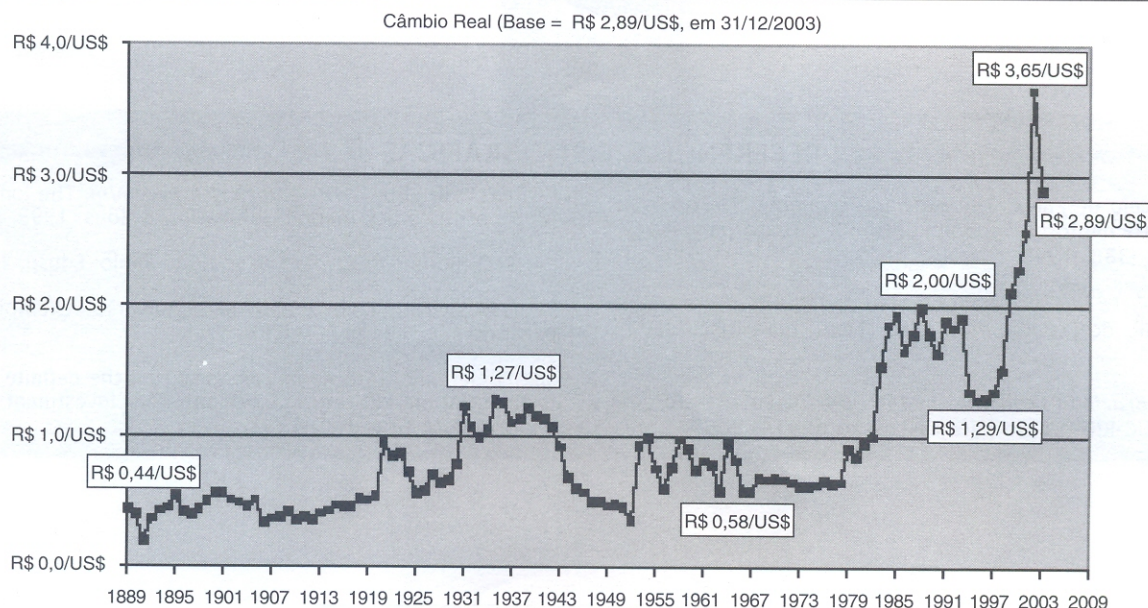
Uma das variáveis mais discutidas ultimamente diz respeito a qual é o nível da taxa de câmbio que pode garantir *superávits* comerciais e de transações correntes sustentáveis ao longo do tempo. O gráfico abaixo foi elaborado com o intuito de analisar a taxa de câmbio real (R\$/US\$) em uma perspectiva histórica de longo prazo. A taxa de câmbio real leva em consideração não só a variação do nível de preços ao consumidor no Brasil como também nos EUA (CPI – Consumer Price Index), nos últimos 114 anos.

A base escolhida para o índice de câmbio real foi a cotação de R\$ 2,89 por dólar americano, que foi a última taxa nominal de 2003. Desta forma, todas as taxas de câmbio passadas podem ser interpretadas como se as taxas de inflação no Brasil tivessem sido idênticas às americanas. Assim, à época da Proclamação da República (1889) um dólar (com o poder de compra de dez./2003 nos EUA) poderia ser comprado por apenas R\$ 0,44 (também com o poder de compra de dez./2003).

Se este índice já leva em consideração a inflação brasileira e a americana, o que explica uma variação tão grande na taxa de câmbio? Os fatores fundamentais que explicam este fenômeno são as flutuações nos fluxos de capitais internacionais, as mudanças na política cambial ou as variações na produtividade relativa.

Os dois primeiros fatores podem explicar as flutuações de médio e curto prazos. Entretanto, no longo prazo esses dois fatores tendem a se anular, pois há períodos em que o fluxo de capitais é positivo e outros negativo. No longo prazo a taxa de câmbio real é determinada pelo diferencial de crescimento de produtividade. O aumento de produtividade proporciona o aumento da renda *per capita*, e conseqüentemente determina o poder de compra dos cidadãos. Assim, em 2003, um dólar americano podia comprar 6,57 vezes (2,89/0,44) mais produtos brasileiros do que em 1889, em termos reais. No entanto, um real brasileiro só conseguia comprar 15% (0,43/2,89) dos produtos americanos que podia comprar no fim do Império.

Gráfico 6 - Taxa de câmbio real (Base = R\$ 2,89/US\$, 31/12/2003)



É interessante notar que a cotação do câmbio no final de 2002 foi o ponto de maior desvalorização real da moeda nacional frente ao dólar americano em todo o período analisado (para não dizer da história). Olhando ainda o Gráfico 6, pode-se verificar que o nível do câmbio do final de 2003 ainda está em um patamar acima daquele que vigorou na década de

1980, quando o Brasil conseguia megasuperávits na balança comercial. Portanto, dada esta perspectiva histórica seria de se esperar que o real se apreciasse em termos reais em relação ao dólar. Enquanto o câmbio se mantém estável em 2003 e a inflação brasileira continua sendo maior que a americana, o real está se apreciando em termos reais.

## 6. RESUMO E CONCLUSÕES

Este trabalho, ao “olhar o passado”, não teve como objetivo prever a evolução futura dos ativos financeiros, mas simplesmente observá-los dentro de um contexto histórico-institucional. O chamado “mercado financeiro”, ou simplesmente “mercado”, não funcionou, não funciona nem funcionará da forma que os manuais de finanças e economia dão a entender.

Como foi visto, logo no início da República (ou até antes) o Brasil possuía um incipiente mercado acionário e de títulos públicos e privados, porém, as instituições na época não foram capazes de solucionar as crises de confiança que se abateram sobre esses mercados. Por exemplo, não existia uma CVM para evitar os abusos que ocorreram no Encilhamento, tampouco foi criada depois do ocorrido de forma a tentar evitar que este tipo de fenômeno ocorresse novamente, dando mais segurança aos investidores. Só na década de 1970, quase 1990, após o Encilhamento, é que a CVM foi criada.

Todavia, entre todos os mercados, o mercado de títulos de dívida é aquele no qual o Brasil está mais atrasado. As aberrações institucionais do passado não foram totalmente superadas, e a estas foram sendo somadas outras. A primeira (e “mãe de todas”)

aberração foi a Lei da Usura, de 1933, dando um teto de 12% ao ano a qualquer empréstimo ou título de dívida. Esta imperfeição de mercado criou “anti-corpos”, que atendem pelo nome de reciprocidade e que ainda existem, mesmo décadas após a revogação da lei. Com este arcabouço institucional tudo tramava contra o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida. O que era um mercado ativo foi morrendo aos poucos, quando ficava cada vez mais claro que o teto (12%) era muito baixo para uma inflação ascendente.

O mercado de títulos de dívida privada brasileiro é um caso raro, em que as taxas de empréstimos de longo prazo são mais baixas do que as de curto prazo. O BNDES financia os investimentos de longo prazo das empresas e os bancos comerciais financiam o capital de giro. Essa estrutura está promovendo uma grave distorção no mercado como um todo, tal como apresentado no Gráfico 5, no qual o custo de capital de terceiros (empréstimos de Capital de Giro) tem um custo muito maior do que o capital próprio. Apesar de na maioria das operações de capital de giro, o nível de garantias “líquidas” ser fantástico: 100% a 150% do valor em duplicatas.

Será que estamos muito melhor do que no tempo da Lei da Usura?

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo de Paiva. *The Brazilian economy, 1928-1945*. Departamento de Economia PUC-RIO. Texto para Discussão n. 388, 1998.

———. *Brasil, 1824-1957: bom ou mau pagador?* Departamento de Economia PUC-RIO, Texto para Discussão n. 403, 1999.

———. *The Brazilian Economy, 1945-1964*. Departamento de Economia PUC-RIO, Texto para Discussão n. 414, 2000.

CORNELL, Bradford. *The equity risk premium: The long-run future of the stock market*. John Wiley & Sons, 1999.

FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. São Paulo: Edusp, 1994.

REVISTA CONJUNTURA ECONÔMICA (diversos exemplares a partir do n. 1, 1947). FGV-IBRE.

SIEGEL, Jeremy J. *Stocks for the long run: the definite guide to financial market returns and long-term investment strategies*. McGraw-Hill, 1998.