

FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

Uma análise do mercado de crédito, ativos públicos e privados

*João Basílio Pereira Neto**

A partir desta edição o boletim Economia & Tecnologia passa a apresentar aos leitores uma análise de conjuntura abrangente dos mercados financeiros, tanto nacional como internacional. Neste número apresentamos um panorama geral sobre o mercado financeiro brasileiro dividido em três partes. A parte 1, é destinada ao comportamento do crédito. A parte 2 ao mercado financeiro baseado em títulos públicos e por fim a parte 3 destinada à análise do mercado de títulos privados em especial o mercado acionário. Como o assunto é vasto, estamos apresentando aos nossos leitores, nesta edição, uma análise sobre os últimos cinco anos de cada um dos mercados, misturando um pouco de análise conjuntural e estrutural. Nossa intenção é oferecer um painel geral sobre temas e tópicos que a nosso ver irão condicionar questões mais específicas e estarão presentes na agenda de 2007. Em linhas gerais, o que concluímos do conjunto de dados que iremos apresentar é que a economia está alcançando melhorias importantes nos mercados financeiros, mas elas estão longe de justificar qualquer otimismo exagerado, até por que, certos sinais são contraditórios, como o crescimento de crédito sem crescimento do PIB, e outros sinais apontam limites, como no caso do mercado de capitais que cresceu no mercado secundário mas não no primário, como veremos adiante.

1. Comportamento do Crédito

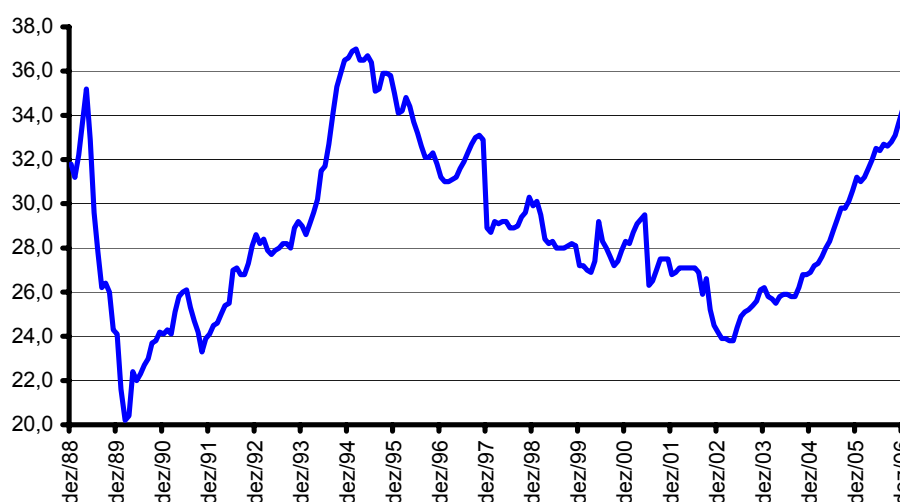
As economias monetárias de mercado têm no volume de crédito um importante indicador do desempenho da atividade econômica, especialmente pela relação entre as variações das operações de créditos e os ciclos econômicos de curto e médio prazo. Num período recessivo, o nível de atividade econômica pode ser revertido através da retomada do volume de empréstimos, seja ele direcionado ao consumo ou ao investimento. O crédito direto ao consumidor é particularmente importante para o estímulo à demanda efetiva especialmente em ocasiões em que a economia esteja operando com elevada capacidade

* Doutorando em Economia pela UFPR. Professor de Economia e Coordenador de Pós-Graduação em Finanças Corporativas e Mercados Financeiros na UniBrasil. Membro da equipe técnica do Boletim. Endereço eletrônico: joabasilio@uni brasil.com.br.

ociosa. O crédito direcionado ao investimento, por sua vez, produz efeitos estruturais duradouros, pois permite o aumento da capacidade produtiva da economia.

Ao longo dos últimos quatro anos, desde maio de 2002, a economia brasileira tem experimentado uma mudança contínua no volume total de crédito como proporção do PIB, conforme pode ser observado no gráfico 1, se aproximando em 2007 do seu pico histórico alcançado em fevereiro de 1995, quando o índice alcançou 37,2%. A queda persistente do volume de crédito observada ao longo de quase uma década entre 1994 e 2002 deve-se principalmente à política monetária restritiva e às elevadas taxas de juros observadas na vigência do Plano Real, entre 1994 e 1999, durante o período de câmbio fixo, e nos anos seguintes entre 2000 e meados de 2002, com a entrada do regime de metas de inflação (*inflation target*). Após a turbulência no mercado financeiro ocorrida no final de 2001 e primeiro semestre de 2002 a relação crédito/PIB retoma um processo de crescimento contínuo atingindo em janeiro de 2007 seu nível mais alto desde abril de 1996.

Gráfico 1. Evolução da Relação Crédito/PIB



Fonte: Banco Central. Elaborado pelo autor

Há fortes razões para acreditarmos que em 2007 o país alcançará seu recorde histórico, se for mantida a tendência de redução das taxas juros, não apenas da taxa básica de juros, mas também e principalmente da taxa final, para os tomadores de recursos na ponta do mercado de crédito, sejam eles pessoas físicas ou jurídicas. Resta saber, porém, se o crédito, como fonte de expansão da atividade econômica, ultrapassará a barreira dos 40% ou estagnará no seu nível histórico entre 37% e 38%.

Se a oferta e demanda de fundos de empréstimos é mais importante que a quantidade de moeda em circulação, como apregoa a moderna teoria monetária, seria de se esperar, a partir do gráfico 1, que o período 2004-2006 apresentasse elevadas taxas de crescimento do PIB. Tomando-se os dados da tabela 1, abaixo, o aumento do volume de crédito em cada um dos respectivos anos significou uma injeção de poder de compra da ordem de R\$ 31,0 bilhões ao longo de 2004, R\$ 101,3 em 2005 e R\$ 84,3 em 2006, perfazendo, nestes três anos o expressivo montante de R\$ 216,6 bilhões.

Tabela 1. Relação Crédito/PIB

Ano	PIB			CRÉDITO			Relação Crédito/PIB
	A Preços 2005	Índice 1994=100	Crescimento	A Preços 2005	Índice 1994=100	Crescimento	
1994	1.494.164	100,0	-	567.112	100,0	-	0,380
1995	1.557.274	104,2	4,22%	562.154	99,1	-0,9%	0,361
1996	1.598.676	107,0	2,66%	603.956	106,5	7,4%	0,378
1997	1.650.975	110,5	3,27%	583.302	102,9	-3,4%	0,353
1998	1.653.153	110,6	0,13%	572.516	101,0	-1,8%	0,346
1999	1.666.138	111,5	0,79%	497.567	87,7	-13,1%	0,299
2000	1.738.793	116,4	4,36%	544.113	95,9	9,4%	0,313
2001	1.761.616	117,9	1,31%	513.495	90,5	-5,6%	0,291
2002	1.795.559	120,2	1,93%	462.330	81,5	-10,0%	0,257
2003	1.805.344	120,8	0,54%	474.718	83,7	2,7%	0,263
2004	1.894.460	126,8	4,94%	505.759	89,2	6,5%	0,267
2005	1.937.598	129,7	2,28%	607.023	107,0	20,0%	0,313
2006	1.993.014	133,4	2,86%	691.372	121,9	13,9%	0,347

Fonte: Banco Central e IPEA. Elaboração do autor.

(1) – Deflacionado pelo IGP-di

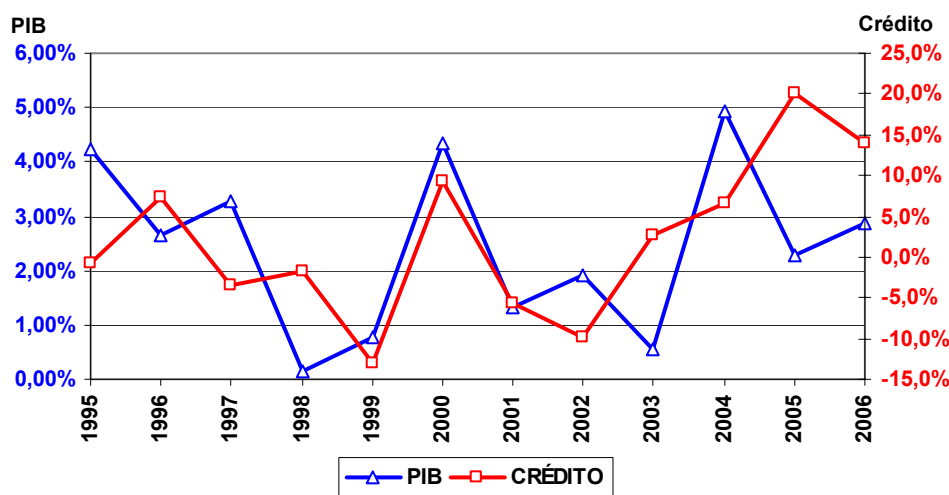
Mas quando se observa concomitantemente a evolução do PIB constatamos, nestes três últimos anos, um resultado inesperado, marcado por desaceleração do ritmo de crescimento. Mesmo a expansão de crédito, nos expressivos montantes acima, não foi capaz de acelerar o crescimento da economia. Como pode ser visto no gráfico 2, a seguir, o PIB apresenta um comportamento dissonante em relação ao comportamento do crédito. Em 2005 a taxa de crescimento do PIB caiu de 4,94% ao ano para 2,28% ao ano, ao mesmo tempo em que o crédito aumenta 20% em 2005 e 13,9% em 2006.

Uma das razões disto é que o mercado de crédito, a despeito do crescimento do montante das operações de créditos realizadas no período, ainda sofre graves distorções, cuja mais séria é o nível alto dos *spreads* bancários, que mantém extremamente elevadas as diversas taxas de juros na ponta dos tomadores. De acordo com a avaliação corrente que se faz dos mercados de créditos, e valendo-se do mecanismo de mercado que equilibra a oferta e a demanda de crédito, seria de se esperar que houvesse redução no volume das operações de

créditos por conta dos altos *spreads*. Surpreendentemente o que se observa é exatamente o contrário, sugerindo que possa estar havendo uma ilusão por parte dos agentes, especialmente os consumidores, que estão confundindo a queda na taxa básica de juros, com a manutenção dos *spreads* elevados na ponta final.

Uma explicação adicional para o pífio comportamento do PIB, num cenário de crédito em larga expansão, é que as operações de créditos se concentram em operações de curto e médio prazo, de forma que parte da renda dos agentes passa a ser absorvida pelo pagamento de juros e amortização. O aumento do consumo nos primeiros meses pode estar sendo anulado por uma redução do consumo nos meses seguintes uma vez que o pagamento dos juros elevados absorve parte significativa da renda. O ciclo das dívidas, especialmente das operações de crédito levadas à termo por pessoas físicas e empréstimos pessoa jurídica de curto prazo (até 12 meses), combina-se perversamente com os altos *spreads*, não permitindo que o crédito exerça plenamente seu impulso sobre a demanda, como seria de se esperar em situações normais, como a que ocorre na maioria das economias de mercado.

Gráfico 2. Taxa Anual de Crescimento do PIB e do Crédito



Fonte: Banco Central e IPEA. Elaborado pelo autor

Outra razão igualmente importante é o destino do crédito, dirigido ao consumo e ao giro das atividades empresariais, sem criação de nova capacidade produtiva. Além de predominarem operações concentradas em prazos menores de 12 meses, o crédito é dirigido em maior escala ao consumo e não ao investimento. O problema da estrutura do crédito no país, concentrada no consumo de curto-prazo e não no investimento de longo prazo, junta-se perversamente ao problema do ciclo das dívidas em que a renda disponível dos agentes é logo

comprometida em juros e amortizações, com redução de consumo. Considerando que a taxa de juros cobrada no comércio é em média 3% ao mês, temos uma taxa anual nominal de 42,5% ao ano. Uma taxa altíssima que compromete a renda futura do consumidor numa proporção muito grande de forma que dentro de um mesmo período contábil anual os efeitos positivos do crédito sobre o consumo são logo compensados pelos efeitos negativos do pagamento de juros e amortização do principal.

Por fim temos a surpreendente carga tributária que atingiu 38,8% do PIB em 2006. Um exercício simples de macroeconomia é suficiente para revelar o impacto de um aumento na carga tributária. As decisões de consumo e investimento (poupança) dos agentes são tomadas a partir de sua renda disponível e não de sua renda bruta ou nominal. Macroeconomicamente a renda pessoal disponível pode ser calculada como sendo o PIB deduzido do total de encargos calculados sobre a renda bruta. Com um PIB a preços de mercados (renda bruta) da ordem de aproximadamente R\$ 2,0 trilhões, uma elevação da carga tributária em módicos 1,0 %, significa uma redução do poder de compra dos consumidores em R\$ 20 bilhões, ao qual deve-se adicionar um efeito multiplicador negativo. O aumento na carga tributária reduz o salário real e com isso o poder de compra. É possível, no entanto, que este efeito seja compensado por aumento nos gastos do governo, mas tudo depende da composição do orçamento público realizado. Permanece, porém, o fato estilizado dos anos 2005 e 2006, de que um considerável aumento do crédito não foi capaz de estimular o crescimento do PIB e isto demanda estudos mais detalhados, com análises mais profundas.

2. Mercado Financeiro de Ativos Públicos

O mercado de títulos públicos em 2006 teve importantes mudanças decorrentes da execução da estratégia do Tesouro Nacional prevista no Plano Anual de Financiamento da Dívida (PAF 2006) e dos resultados obtidos. Em linhas gerais em 2006 o Tesouro seguiu sua estratégia iniciada em 2004/2005 de redução do grau de risco interno da dívida pública total. A redução do grau de risco interno da dívida foi influenciada pela melhoria da composição da sua estrutura em virtude, principalmente, da redução da parcela de curto prazo e do aumento da participação das dívidas prefixada e remunerada por índices de preços em detrimento da parcela da dívida lastreada em Selic e câmbio. Estas medidas contribuíram significativamente para a redução dos principais riscos aos quais a dívida esteve historicamente exposta, e somam-se as melhorias obtidas pela conjuntura macroeconômica nacional e mundial favorável. Estas mudanças exigiram por parte dos agentes do mercado financeiro um

realinhamento de suas estratégias de captação e aplicação de recursos, especialmente dos bancos comerciais autorizados a negociar títulos públicos no mercado primário (*dealers*).

Para 2007 o Tesouro Nacional está sinalizando aos agentes investidores que sua principal estratégia é *minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos* (PAF 2007).

Ainda segundo o PAF 2007 as principais diretrizes para o mercado de títulos públicos para este ano são:

- Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- Redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses, o que contribui para reduzir o risco de refinanciamento;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, que, entre outros aspectos, diminui a volatilidade dos vencimentos da DPF;
- Emissões qualitativas de títulos em moeda estrangeira, observadas as condições de mercado;
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais no mercado interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores.

Uma visão mais detalhada sobre os dados do mercado de títulos públicos pode ajudar a compreender melhor as mudanças em curso, bem como revelar a magnitude das alterações possíveis na estrutura da dívida pública para 2007.

Uma economia que tem como regime monetário um sistema de metas de inflação e que, portanto, faz uso da taxa básica de juros (Selic) como variável operacional para controle do nível de preços e possui ao mesmo tempo uma elevada parcela da dívida financiada com títulos referenciados à taxa básica, assume automaticamente uma grande volatilidade no custo de financiamento desta dívida. Assim, num regime de metas de inflação, se faz necessário eliminar dívidas lastreadas em taxas básicas (Selic). Este cenário pode ser facilmente percebido nas tabelas 2 e 3 a seguir, em que se observa uma migração dos títulos da dívida que saem da Selic e do câmbio e vão para o mercado de pré-fixados e índices de preços. Esta mudança é de grande importância para o mercado financeiro como um todo, pois, de certa forma isola os

efeitos de política monetária sobre a política fiscal, no que tange ao custo do financiamento da dívida. Mudanças na taxa básica de juros hoje têm um impacto no financiamento da dívida bem menor de que tinham a um e dois anos atrás. E se depender do Plano Anual de Financiamento de 2007, esta dependência será menor ainda.

Como pode ser observado nas tabelas 2 e 3, a seguir, os títulos referenciados em câmbio chegaram a representar 28,6% do montante total da dívida e reduziu-se até 2006 para apenas 1,3%. Por sua vez, os títulos referenciados em Selic, que chegaram a 61,4% em 2003, caíram para 37,8% no final de 2006. Os anos anteriores a 2006 apesar de apresentarem queda na participação relativa, não apresentaram queda no valor absoluto. Isto significa que atualmente a estratégia dominante do Tesouro tem sido efetuar novos lançamentos em títulos pré-fixados e índices de preços ao invés de conduzir operações agressivas de *swap*. Isto mudou um pouco em 2006, com a queda em termos absolutos de R\$ 93,5 bilhões no saldo de títulos Selic. A julgar pelo PAF 2007, podemos depreender que este ano as operações de *swap* de títulos Selic por pré-fixados e índices de preços irão continuar. Há um espaço, a ser validado pelo mercado, de se realizarem operações de *swap* da ordem de R\$ 100 a R\$ 150 bilhões em 2007.

Tabela 2. Composição da DPMFI em poder do público (Em R\$ bilhões)

Período	Prefixado	Taxa Selic	Índice de Preços	Câmbio	TR	Outros	Total
1999-12	39,75	251,88	24,63	100,71	23,97	0,67	441,41
2000-12	75,40	266,81	30,32	131,74	24,07	0,36	510,70
2001-12	48,79	329,46	43,63	178,58	23,52	0,13	624,08
2002-12	13,66	379,07	73,17	139,47	12,78	0,05	623,19
2003-12	91,53	449,03	99,07	78,67	13,09	0,03	731,43
2004-12	162,76	452,99	120,71	41,74	22,04	0,02	810,26
2005-12	272,90	507,16	152,19	26,41	21,01	0,01	979,66
2006-12	395,04	413,66	246,43	14,17	24,19	0,00	1.093,50

Fonte: Tesouro Nacional - Relatório Anual da Dívida - 2006

Tabela 3. Composição Relativa da DPMFI em poder do público (% total)

Período	Prefixado	Taxa Selic	Índice de Preços	Câmbio	TR	Outros	Total
1999-12	9,0	57,1	5,6	22,8	5,4	0,2	100,0
2000-12	14,8	52,2	5,9	25,8	4,7	0,1	100,0
2001-12	7,8	52,8	7,0	28,6	3,8	0,0	100,0
2002-12	2,2	60,8	11,7	22,4	2,1	0,0	100,0
2003-12	12,5	61,4	13,5	10,8	1,8	0,0	100,0
2004-12	20,1	55,9	14,9	5,2	2,7	0,0	100,0
2005-12	27,9	51,8	15,5	2,7	2,1	0,0	100,0
2006-12	36,1	37,8	22,5	1,3	2,2	0,0	100,0

Fonte: Tesouro Nacional - Relatório Anual da Dívida - 2006

Em relação aos prazos de maturidade da dívida (tabela 4) também tem havido importantes mudanças nos últimos anos, as quais continuarão seguindo seu curso ao longo de

2007. Perseguindo sua estratégia de redução do risco interno da DPF, o Tesouro tem conseguido grande sucesso no aumento do prazo médio, especialmente da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), como pode ser observado na tabela 4. Ao mesmo tempo em que o governo migra os papéis para pré-fixados e índices de preços, ele amplia o prazo de vencimento dos títulos. No total da dívida este aumento tem sido muito pequeno, variando de 27,37 meses em 2005 para 31,06 meses. O problema atual é que as operações de *swap* migraram e estão migrando de papéis de longa duração para papéis de mais curta duração. Em 2006, por exemplo, os papéis Selic tinham prazo médio de 22,47 meses e os papéis pré-fixados de 12,68. Mesmo nos papéis referenciados em preços, embora tenham prazos médios maiores atingindo 65,59 meses (mais de 5 anos), o que se observa é que estes papéis estão tendo seus prazos reduzidos.

Neste sentido, concluímos que o grande embate entre o Tesouro e o mercado financeiro em 2007 será em torno da troca de títulos de curto prazo por papéis com vencimentos mais longos, ao mesmo tempo em que se desenha um cenário de quedas nas taxas de juros. Note-se que o cenário, mesmo com taxas de juros em queda, é muito favorável ao setor financeiro, uma vez que as carteiras montadas com títulos prefixados permitem ganhos de *spreads* adicionais por conta da diferença entre os juros pré e os juros reais em queda. Operações de arbitragem entre o mercado futuro e à vista permitirão ao setor financeiro realizar estes ganhos com certa facilidade.

Tabela 4. Prazo Médio da DPMFi em Poder do Público (em meses)

Período	Prefixado	Taxa Selic	Índice de preços	Câmbio	TR	Outros	Total
1999-12	2,00	19,88	63,02	24,71	118,58	11,27	27,13
2000-12	5,15	27,61	59,11	28,50	101,82	11,04	29,85
2001-12	3,45	36,39	68,45	25,36	91,43	18,21	34,97
2002-12	3,06	21,00	79,10	35,47	90,46	15,27	33,44
2003-12	6,50	22,74	77,88	40,51	92,75	10,71	31,34
2004-12	5,00	17,49	76,74	50,00	94,95	5,07	28,13
2005-12	10,37	19,05	69,70	71,57	86,98	2,98	27,37
2006-12	12,68	22,47	65,59	110,19	79,98	0,00	31,06

Fonte: Tesouro Nacional - Relatório Anual da Dívida - 2006

3. Mercado Financeiro de Ativos Privados

O comportamento do mercado de capitais brasileiro tem apresentado sinais de um maior dinamismo e expansão do volume de operações nos anos recentes. No entanto estes sinais não indicam, no todo, mudanças uníssonas e que atingem todas as dimensões do mercado acionário. Existem melhorias, mas alguns indicadores revelam que o recente

aumento do valor do índice IBovespa e da Bovespa (total das empresas com ações na Bolsa) mais que proporcional ao aumento do PIB, pode estar concentrado num tipo de crescimento lastreado em operações efetuadas em cima de papéis de empresas que já possuem capital aberto e não necessariamente a partir de novas empresas.

O crescimento real acumulado do PIB brasileiro de 2002 a 2006 foi de 11%. Neste mesmo período o valor de mercado das empresas da Bovespa cresceu em termos reais 162,8%, e o índice IBovespa aumentou 272,1%, (tabela 6), o que num primeiro momento pode significar um grande incremento no mercado de capitais brasileiro, conforme mostra a tabela 6, a seguir. De fato pode-se afirmar que houve um aumento do mercado de capitais, mas este aumento está longe de significar uma mudança na estrutura do mercado decorrente de mudança no perfil dos investidores e das estratégias de financiamentos da empresas.

Tabela 6 – Evolução do PIB e Bovespa

Período	PIB		Bovespa (1) Valor de Mercado		IBOVESPA (1) Índice	
	R\$ bilhões	Var %	R\$ bilhões	Var %	R\$ bilhões	Var %
2002	1 795,6		535,6		11 268	
2003	1 805,3	0,54%	768,1	43,41%	22 236	97,34%
2004	1 894,5	4,94%	916,1	19,26%	26 196	17,81%
2005	1 937,6	2,28%	1 128,5	23,19%	33 455	27,71%
2006	1 993,0	2,86%	1 407,8	24,75%	41 931	25,34%

Fonte: Bancen e CVM - (elaborado pelo autor)

(1) Bovespa - Dados de nov/2006

Em valores reais a preços de dez/2005. O Bovespa foi deflacionado pelo IGP-DI

Muito embora o BOVESPA tenha apresentado um aumento muito acima do PIB, a euforia e otimismo quanto ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro deve ser contrastado com o gráfico 3 e a tabela 7 a seguir, que mostram o número de companhias de capital aberto. Como é possível perceber, de 2002 a 2005 houve uma diminuição de cinquenta e seis companhias que deixaram de usar o mercado de capitais como fonte de financiamento. Trinta delas, o fizeram ao longo de 2003 e somente agora, em 2006 é que houve uma reversão na tendência de queda, quando o número de companhias aumentou de 343 para 347, um aumento, diga-se de passagem, insignificante.

Gráfico 3. Evolução do N° Companhias com Capital Aberto

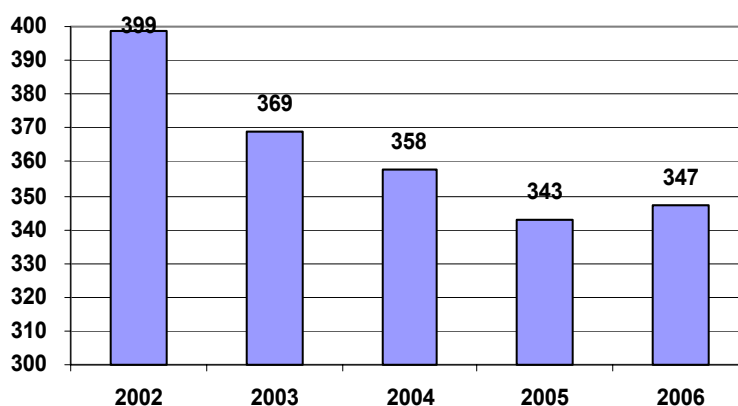


Tabela 7. Valor de Mercado das Empresas

Período	Total Bovespa (A)		Ibovespa (B)		Relação B/A	Qtde Companhias
	R\$ bilhões	Var. %	R\$ bilhões	Var. %		
2002 Dez	438,3		294		0,67	399
2003 Dez	676,7	54,40%	493,6	67,90%	0,73	369
2004 Dez	904,9	33,70%	642	30,10%	0,71	358
2005 Dez	1 128,5	24,70%	841,2	31,00%	0,75	343
2006 Nov	1 457,5	29,20%	1 114,5	32,50%	0,76	347

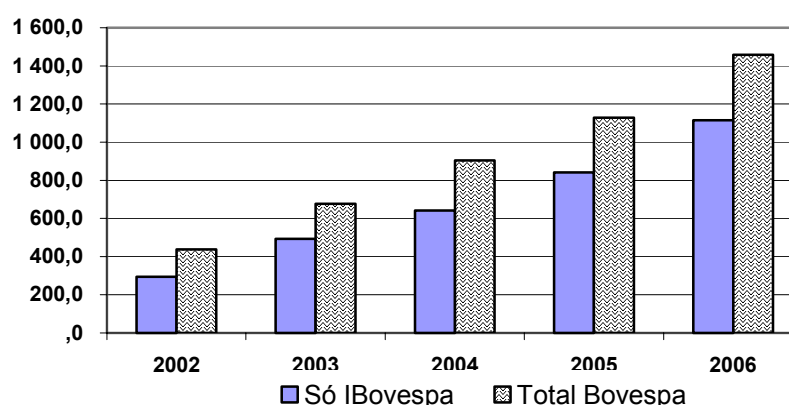
Fonte: Bacen/CVM

Então o que temos no mercado de capitais são sinais contraditórios. Ao mesmo tempo em que aumenta o volume de negócios conforme dados da BOVESPA, há uma grande redução do número de empresas operando no mercado. A interpretação que podemos fazer do fenômeno é imediata: o crescimento recente do mercado de capitais no Brasil está concentrado no mercado secundário e não no primário. Desta conclusão decorre-se outra; a de que este crescimento não é auto-sustentável e não revela mudança em nível estrutural, de forma que podemos estar alcançando um limite à expansão do índice do Ibovespa para níveis acima dos atuais 44.000 pontos atingido recentemente. Correm no mercado algumas opiniões de que o índice pode ir aos 48.000 pontos, porém achamos que isso é difícil, dado o limite estrutural em que opera o mercado de capitais.

A questão fundamental é que os recordes na quantidade de negócios, volume e número de investidores alcançados em 2006, os quais estão de certa forma alimentando as expectativas e criando um clima de euforia no mercado de capitais para 2007, podem estar muito próximo do limite que separa o crescimento sustentado baseado em lastro real nos ativos de empresas de um processo de formação de bolha. Num cenário macroeconômico com expectativas de quedas das taxas reais de juros, é possível que haja deslocamentos de

capitais dos mercados de renda fixa para mercado de renda variável, fruto da estratégia de reorganização dos *portfólios* dos investidores. Isto se constituirá, se ocorrer, em fonte adicional de alimentação de uma provável bolha. Creemos que em 2007, especialmente no primeiro semestre, uma grande questão que deverá ser colocada na agenda do mercado de capitais é o limiar entre o crescimento do mercado baseado em crescimento real dos ativos e o mundo virtual das bolhas. De forma concreta, o difícil problema deste ano é o de definir quantos pontos o IBovespa pode ainda subir, acima dos 44.000 sem deflagrar um processo de bolha. Ou então se há intenções das empresas atuantes no Brasil de abrir seu capital ou realizar operações IPO (*Initial Public Offering*), de forma a aumentar do estoque de papéis negociáveis, com expansão do mercado primário como meio de diminuir a pressão dentro da esfera da bolha.

Gráfico 4 – Evolução do Valor de Mercado das Empresas



Fonte – CVM e Bacen

Em relação a este último aspecto, apesar de ter havido somente quatro aberturas de capital, as emissões primárias em 2006 totalizaram R\$ 13,743 bilhões. No entanto a estratégia dominante de captação de recursos por parte das empresas em 2005 e 2006 foi a emissão de debêntures, as quais não são necessariamente conversíveis em ações. Para cada R\$ 1,00 real captado na forma de ações as empresas captaram em média R\$ 5,16 na forma de debêntures (tabela 8). Assim a grande valorização de mercado ocorrida nos últimos anos (gráfico 4), está sendo causada mais por um aumento do preço de mercado das ações do que propriamente um aumento do capital social ou do patrimônio líquido destas empresas.

Tabela 8. Bolsas de Valores – Índices e Emissões

Período	Índice			Variação (% aa)			Volume financeiro Bovespa R\$ milhões	Emissão primária R\$ milhões		
	Ibovespa	Dow Jones	Nasdaq	Ibovespa	Dow Jones	Nasdaq		Ações	Debentures	Notas Prom.
2002	11 268	8 342	1 336				604	-	6 646	7
2003	22 236	10 454	2 003	97,30%	25,30%	50,00%	1 175	-	969	300
2004	26 196	10 800	2 178	17,80%	3,30%	8,70%	1 518	1 076	769	-
2005	33 455	10 718	2 205	27,70%	-0,80%	1,20%	1 755	4 363	41 538	2 632
2006	41 931	12 222	2 432	25,30%	14,00%	10,30%	2 707	13 743	51 524	6 201

Fonte: Cacem e CVM - Modificado pelo autor

Diante do cenário exposto, avaliar o desempenho do mercado acionário com base na grande elevação do índice Ibovespa dos últimos anos, poderá causar surpresas aos investidores afoitos. Há um risco potencial em formação, pois para se alcançar os 44.000 pontos já foram realizados grandes esforços nos preços de mercados nestes últimos. Para avançar além é preciso saber, por exemplo, se os índices P/L (índice preço/lucro das ações) irão suportar novos esforços de dilatação do tempo de retorno dos investimentos e quanto de risco os investidores estão dispostos a assumir.