

## III

## MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

Em continuidade à política de redução gradual de taxas de juros, a taxa *over/Selic* anualizada passou de 37,2% em janeiro para 19,2% em agosto, mantendo-se próxima ao nível estipulado para o piso das taxas de juros (TBC). Em meados de setembro, diante do agravamento da crise russa, que culminou com a decretação de moratória daquele país, o Banco Central elevou a Tban, de 29,7% para 49,7%, ao mesmo tempo em que reduziu em 100% os recursos de Assistência Financeira ao custo da TBC. Assim, a taxa *over/Selic* passou a acompanhar as oscilações ditadas pela Tban, tendo em vista que os recursos do redesconto somente se tornaram possíveis a um custo mais elevado.

Diante disso, a taxa *over/Selic* em 1998 apresentou média de 28,8%, contra 24,8%, em 1997, e 27,4%, em 1996.

Vale mencionar as alterações na metodologia de cálculo da Taxa Referencial (TR) e da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). No caso da TR, a Resolução nº 2.459, de 18.12.97, modificou a fórmula de cálculo do seu redutor, passando a vigorar a partir de fevereiro de 1998:

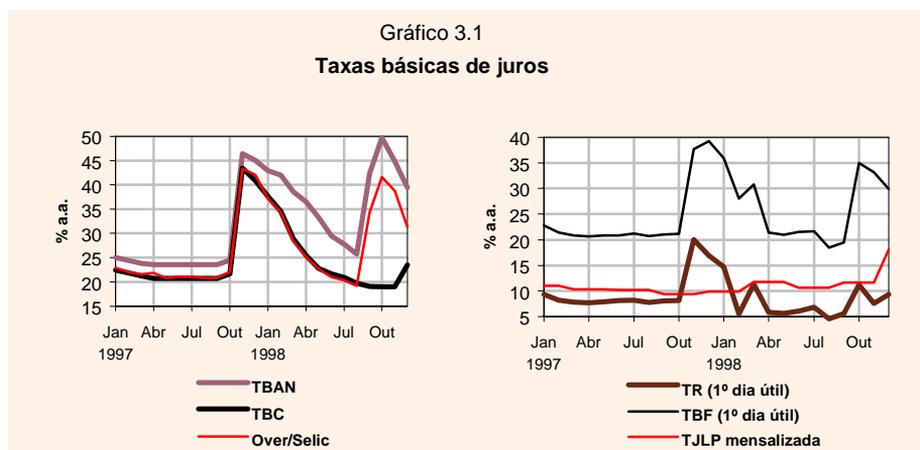
$$R = (1 + TBF_m) / (a + bTBF_m), \text{ onde:}$$

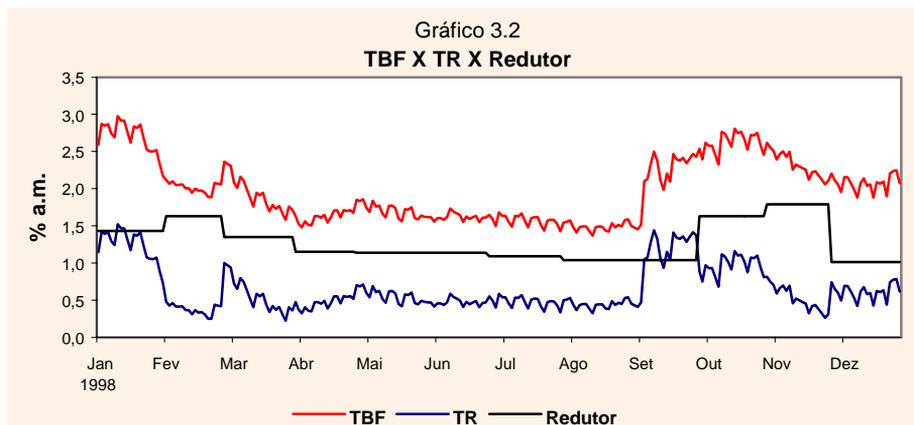
$TBF_m$  = média aritmética das TBF dos últimos cinco dias úteis do mês anterior;

$a = 1,0000$ ;

$b = 0,3184$ .

Gráfico 3.1  
Taxas básicas de juros



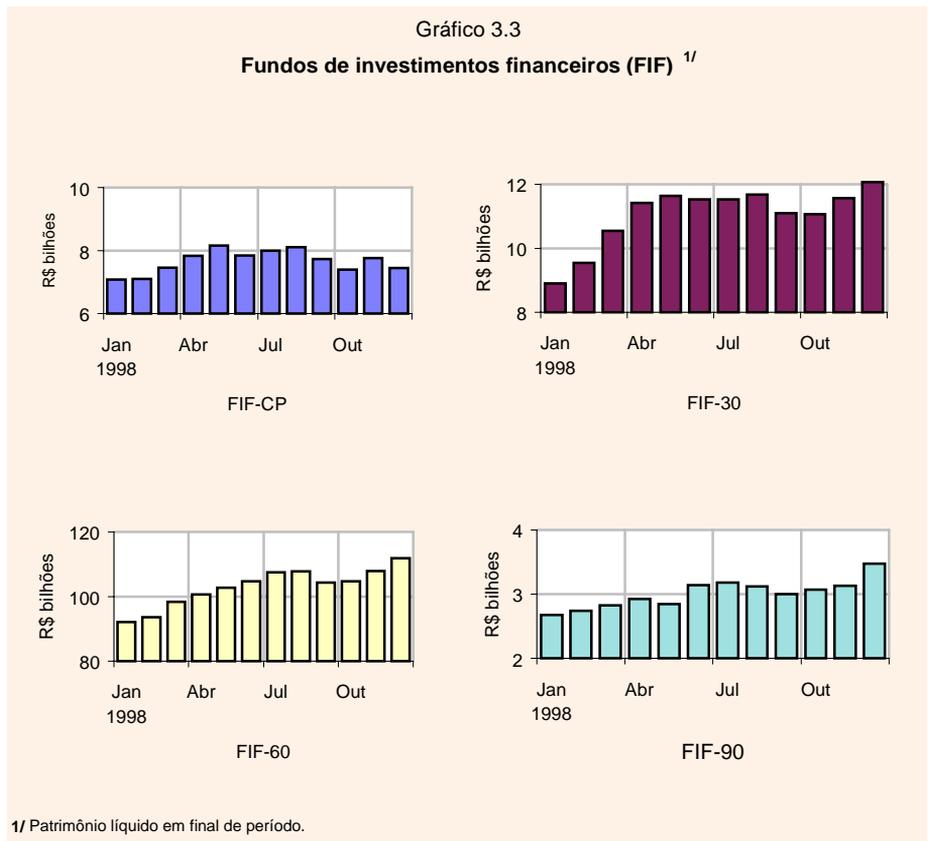


Além disso, a resolução redefiniu a antecedência mínima de 30 dias para alterações posteriores.

De acordo com a Resolução nº 2.587, de 30.12.98, a partir de janeiro de 1999, o valor da TJLP passa a ser o menor entre a média ponderada da rentabilidade dos títulos da dívida pública federal (interna e externa), apurada nos últimos três meses, e a média aritmética simples da taxa vigente nos últimos 12 (doze) meses multiplicada por 1,1 (um inteiro e um décimo). Tal medida visa amenizar oscilações bruscas na rentabilidade dos títulos, tendo em vista o caráter de longo prazo inerente à TJLP.

Acompanhando a evolução das taxas básicas de juros da economia, a rentabilidade média auferida ao longo do ano para os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) apresentou-se elevada. As maiores rentabilidades foram obtidas pelos FIF de prazo mais longo, que renderam 24,8% a.a., 27,3% a.a. e 26,2% a.a. para aplicações de 30, 60 e 90 dias, respectivamente. Os FIF curto prazo, menos competitivos, renderam 8,2% a.a., ficando acima da variação dos índices de preços, mesmo após o desconto do imposto de renda.

Os FIF apresentaram, ao final de dezembro de 1998, patrimônio líquido de R\$ 134,8 bilhões, representando crescimento de 20,2% no decorrer do ano, contudo, a captação líquida acumulada total dos FIF foi negativa em 1998. Os resgates superaram as captações em R\$ 4,7 bilhões. Portanto, o crescimento dos Fundos de Investimento Financeiro pode ser explicado pela valorização das cotas, em função das taxas de juros, que permaneceram elevadas na maior parte do ano. Esse patrimônio estava assim distribuído: curto prazo, 5,5%; 30 dias, 8,9%; 60 dias, 83%; 90 dias, 2,6%, ou seja, aproximadamente 85% dos recursos estavam alocados em aplicações de prazo igual ou superior a 60 dias. O maior crescimento relativo (41,2%) deu-se no segmento FIF - 30 dias, que atingiu o maior patamar desde sua criação, com patrimônio de R\$ 12,1 bilhões.



Destaque-se ainda a evolução dos FIF - 60 dias no último quadrimestre. Após o volume de saídas líquidas registrado em setembro e outubro (R\$ 5,4 bilhões e R\$ 2,5 bilhões, respectivamente), com o agravamento da crise financeira internacional devido à moratória russa, o último bimestre registrou captação líquida positiva de R\$ 2 bilhões, indicando reversão de tendência. Os FIF - 60 registraram crescimento de 18,3% em 1998.

Devido à trajetória dos juros, as relações de risco e retorno das aplicações foram distorcidas. Assim, aplicações de renda fixa, que tradicionalmente têm nível de risco menor que as de renda variável, obtiveram altas rentabilidades. Num ano em que o Ibovespa, que reflete a variação das ações mais negociadas em São Paulo, caiu 33,5%, os FIF de prazo mais longo, como visto, ofereceram excelentes rendimentos.

Ressalte-se ainda as mudanças nas regras de tributação dos fundos em 1998. Em janeiro, a alíquota de imposto de renda incidente sobre operações de renda fixa foi elevada de 15% para 20%. A partir de julho, a tributação dos fundos, que antes ocorria apenas por ocasião do resgate, passou a ser efetuada a cada aniversário, havendo resgate ou não.

Quadro 3.1 - Rendimentos nominais das aplicações financeiras - 1998

| Discriminação | %a.m. |      |       |       |        |       |      |        |       |      |       |        | %a.a. |        |
|---------------|-------|------|-------|-------|--------|-------|------|--------|-------|------|-------|--------|-------|--------|
|               | Jan   | Fev  | Mar   | Abr   | Mai    | Jun   | Jul  | Ago    | Set   | Out  | Nov   | Dez    | 1997  | 1998   |
| FIF CP        | 0,86  | 0,72 | 0,76  | 0,59  | 0,44   | 0,43  | 0,58 | 0,43   | 0,60  | 0,88 | 0,84  | 0,74   | 6,13  | 8,19   |
| FIF 30        | 2,36  | 1,85 | 2,12  | 1,58  | 1,43   | 1,46  | 1,54 | 1,27   | 1,70  | 2,55 | 2,37  | 2,15   | 21,07 | 24,80  |
| FIF 60        | 2,50  | 2,18 | 2,38  | 1,65  | 1,50   | 1,58  | 1,73 | 1,23   | 1,98  | 2,70 | 2,68  | 2,27   | 23,00 | 27,30  |
| FIF 90        | 2,54  | 1,67 | 2,48  | 1,69  | 0,98   | 1,25  | 1,89 | 1,39   | 1,95  | 2,48 | 2,73  | 2,43   | 23,99 | 26,16  |
| FRF CE        | 1,42  | 1,64 | 1,75  | 1,21  | 1,00   | 1,45  | 1,47 | 2,03   | 1,03  | 1,46 | 1,78  | 2,21   | 19,09 | 20,09  |
| Extramercado  | 2,58  | 2,05 | 2,13  | 1,65  | 1,57   | 1,54  | 1,64 | 1,42   | 2,14  | 2,54 | 2,55  | 2,32   | 21,19 | 26,96  |
| FAT           | -5,56 | 5,85 | 10,25 | -0,36 | -13,34 | -4,79 | 8,88 | -35,23 | -1,82 | 4,47 | 19,42 | -19,49 | 25,81 | -36,99 |
| FACL          | -2,36 | 3,49 | 6,61  | -0,45 | -5,97  | -0,74 | 3,85 | -16,84 | -0,79 | 1,89 | 8,06  | -7,74  | 33,80 | -12,88 |
| Poupança      | 1,65  | 0,95 | 1,40  | 0,97  | 0,96   | 0,99  | 1,05 | 0,88   | 0,95  | 1,39 | 1,12  | 1,25   | 16,56 | 14,44  |
| CDB           | 2,65  | 2,05 | 2,11  | 1,61  | 1,64   | 1,64  | 1,67 | 1,53   | 2,30  | 2,74 | 2,23  | 2,29   | 24,19 | 27,40  |

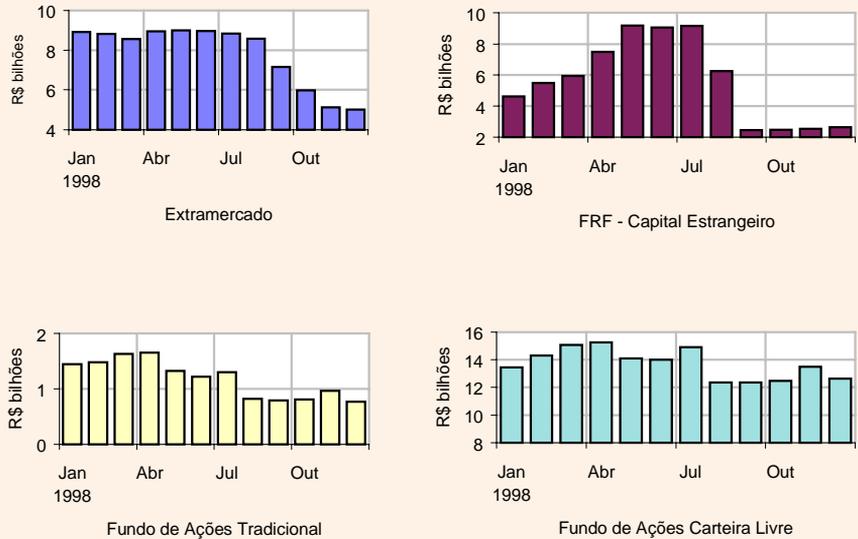
Os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro (FRF-CE) atingiram, ao final de 1998, patrimônio líquido de R\$ 2,6 bilhões, com queda de 41,1%. Esse segmento registrou saída líquida acumulada de R\$ 4,7 bilhões no ano. A trajetória de forte crescimento no primeiro semestre, quando o patrimônio chegou a R\$ 9,2 bilhões, contrapôs-se à brusca retração no terceiro trimestre (73%).

O patrimônio líquido dos FRF-CE aumentou 26,3% em abril e 22,3% em maio, acumulando captação líquida de R\$ 1,6 bilhão nos dois meses. Este comportamento foi reflexo da permissão do Banco Central, via Circular nº 2.813, de 18 de março de 1998, para a transferência direta dos recursos estrangeiros dos FIF para os FRF-CE. A preocupação era evitar que, com a nova sistemática de incidência do imposto de renda sobre as aplicações em FIF a partir de julho, os recursos externos aplicados nesses fundos deixassem o país. Essa faculdade foi restrita aos recursos existentes em FIF em 17.3.98 e o prazo para as transferências encerrou-se em 29.5.98.

Já no segundo semestre, os FRF-CE sofreram redução de 31,8% em agosto e, apesar da isenção de imposto de renda sobre os rendimentos dessa aplicação, que passou a vigorar a partir de 1º de setembro, houve nova redução em setembro, de 60,9%. A acelerada fuga de recursos estrangeiros só foi estancada no último trimestre de 1998. A reeleição do Presidente da República, o anúncio do Programa de Estabilização Fiscal e o acordo com o FMI ajudaram a reverter as expectativas.

O saldo total da caderneta de poupança, representativo do somatório dos segmentos SBPE e Rural, alcançou R\$ 107,4 bilhões no final de 1998, contra R\$ 97,06 bilhões em dezembro de 1997. O incremento de 10,7% no saldo é explicado pela incorporação de rendimentos, tendo em vista que a captação líquida de recursos apresentou-se negativa, indicando posição acumulada no ano de R\$ 3,1 bilhões.

Gráfico 3.4  
Fundos mútuos de investimentos <sup>1/</sup>

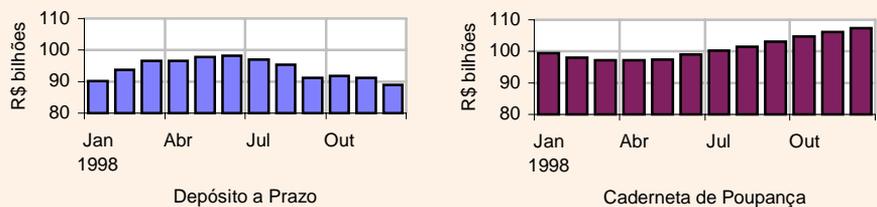


<sup>1/</sup> Patrimônio líquido em final de período.

A saída de recursos foi mais intensa nos meses de fevereiro a maio de 1998, invertendo o fluxo positivo ocorrido no final de 1997, quando as rentabilidades apresentavam-se mais atraentes em decorrência do aumento dos juros ocorrido em outubro daquele ano.

A rentabilidade acumulada no ano, considerando-se as aplicações realizadas no primeiro dia de cada mês, situou-se em 14,4%, inferior, portanto, à de 1997, que atingiu 16,6%. Os rendimentos mensais foram mais elevados no último trimestre do ano, devido ao comportamento da TR, que acompanhou o aumento do patamar de juros ocorrido em setembro de 1998.

Gráfico 3.5  
Depósito a Prazo e Caderneta de Poupança <sup>1/</sup>



<sup>1/</sup> Saldo em final de período.

O saldo de depósitos a prazo cresceu 2,8% no ano, totalizando R\$ 89,1 bilhões em dezembro de 1998, contra R\$ 86,7 bilhões em dezembro de 1997. No mês de junho, o saldo atingiu R\$ 98,1 bilhões, decrescendo durante o segundo semestre. Esse comportamento está relacionado à instabilidade gerada pela crise financeira internacional, bem como ao anúncio do aumento da alíquota da CPMF, que passaria a vigorar a partir do mês de janeiro de 1999. Os rendimentos acumulados alcançaram 27,4% em 1998.

Com relação à captação líquida, cabe observar que o total acumulado para o ano de 1998, que indicou posição negativa de R\$ 20,4 bilhões, foi superestimado, devido à mudança na metodologia de contabilização. Até fevereiro de 1998, os normativos estabeleciam que os papéis eventualmente recomprados pelas instituições financeiras, antes do vencimento, deveriam ter seus valores de resgate computados somente na data do vencimento original, e não por ocasião da recompra. Dessa forma, aplicações já vencidas continuavam impactando os dados de depósitos a prazo, em função da forma como era realizado o lançamento dessas operações. Essa distorção foi resolvida após a edição da Carta Circular nº 2.783, de 29.1.98, determinando que os títulos recomprados fossem registrados na própria data da recompra.

A crise financeira internacional teve fortes efeitos sobre as bolsas de valores, que apresentaram alta volatilidade ao longo de 1998, e, por consequência, sobre os fundos de renda variável. Em dezembro de 1997, o patrimônio líquido desses fundos representava 11,8% do total da indústria nacional de fundos. Em dezembro de 1998, essa participação caiu para 9%, encerrando o ano com R\$ 13,4 bilhões, dos quais R\$ 766 milhões em fundos de ações tradicionais e R\$ 12,6 bilhões em fundos de carteira livre. Houve resgates ao longo do ano, mas a razão principal dessa redução foi a desvalorização das cotas. A rentabilidade média dos fundos de ações tradicionais e de carteira livre foi de -37% a.a. e -12,9% a.a., respectivamente. Como os fundos de ações tradicionais respondem com maior intensidade às oscilações das bolsas, o impacto sobre o valor de suas cotas foi maior e, conseqüentemente, maior a retração de seu patrimônio (51,6%).

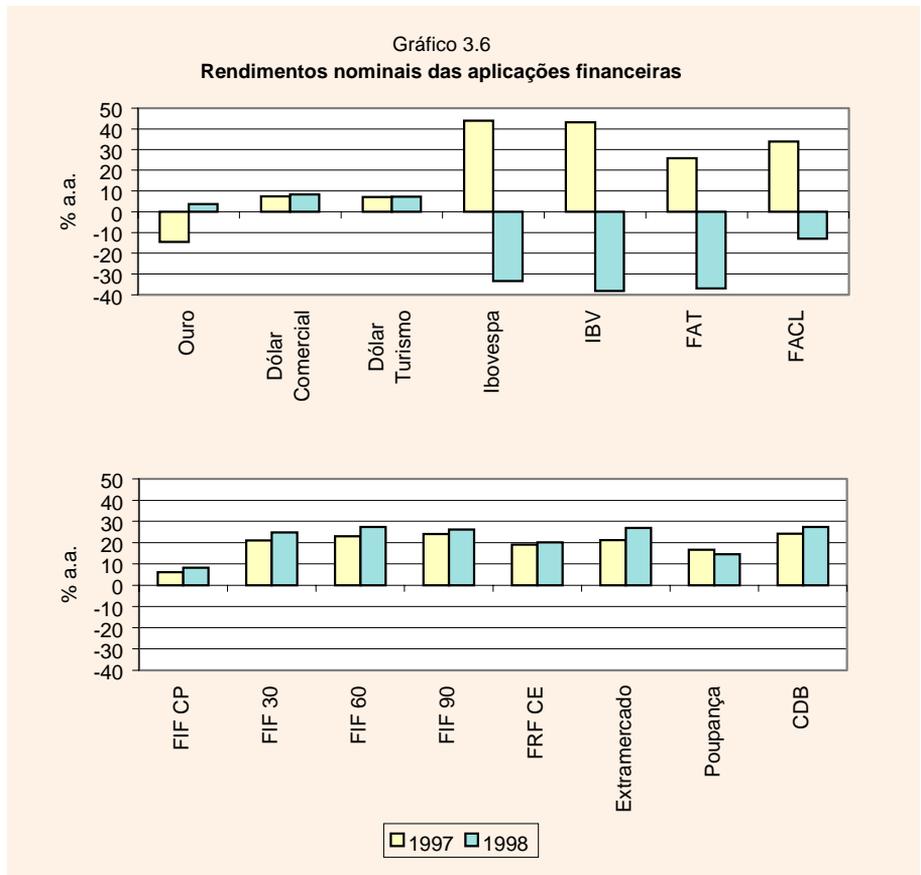
O primeiro trimestre foi favorável ao mercado de ações, havendo um clima de otimismo com a expectativa de avanço das reformas constitucionais e das privatizações. Em março, os fundos de ações tradicionais e de carteira livre renderam, em média, 10,3% a.m. e 6,6% a.m., respectivamente.

O segmento de renda variável teve seu pior desempenho em agosto, com o agravamento da crise financeira internacional. Apesar do resultado favorável das privatizações realizadas em junho, a crise russa, iniciada em agosto, provocou queda de 40% nas bolsas. Os fundos de ações tradicionais e de carteira livre apresentaram quedas no patrimônio líquido, de 37% e 17,1%,

respectivamente, decorrentes basicamente da desvalorização das cotas, refletindo as perdas ocorridas no mercado de ações.

Em novembro, com o bom desempenho das bolsas, estimulado pelo anúncio do acordo com o FMI, os fundos de ações tradicionais e de carteira livre propiciaram rentabilidade média de 19,4% a.m. e 8,1% a.m., respectivamente. Porém, em dezembro, o cenário alterou-se, com a derrota em primeiro turno da proposta de reforma da previdência, e o mercado de ações voltou a registrar perdas. Os fundos de ações tradicionais sofreram desvalorização média de 19,5% a.m., enquanto os fundos de carteira livre, 7,7% a.m.

As bolsas de valores apresentaram alta volatilidade ao longo do ano, principalmente em razão do aprofundamento dos problemas na Indonésia, a partir de maio, e na Rússia, a partir de agosto. Em outubro, a expectativa quanto ao anúncio do Programa de Estabilização Fiscal, contemplando a Reforma Administrativa e da Previdência Social, a redução dos gastos governamentais e o aumento de receitas, refletiu positivamente no mercado de capitais brasileiro, fazendo com que o Ibovespa subisse 6,9%.



O clima de otimismo verificado em outubro intensificou-se no mês seguinte. O anúncio do acordo com instituições multilaterais de crédito, entre elas o Fundo Monetário Internacional, no valor potencial de US\$ 41,5 bilhões, estimulou a compra de ações, resultando em valorizações acima de 20% no mês.

Porém, as dificuldades do Governo na aprovação de medidas fiscais na Câmara dos Deputados, em dezembro, repercutiu negativamente no mercado de capitais. A Medida Provisória nº 1.720 estabelecia a contribuição previdenciária dos inativos e aumentava a contribuição dos servidores públicos ativos, com arrecadação prevista de R\$ 4,9 bilhões. Além disso, a percepção de que o Governo não conseguiria votar, antes de fevereiro, a emenda que prorroga a CPMF, deixando de arrecadar cerca de R\$ 1,3 bilhão ao mês, contribuiu para o desempenho ruim das bolsas nacionais. A queda verificada na Bolsa de Valores de São Paulo, em dezembro, chegou a 21,4%.

Nesse contexto, o valor de mercado das 527 empresas listadas na Bovespa ao final de 1998 reduziu-se a R\$ 194,4 bilhões (-31,8%) e US\$ 161 bilhões (-31,8%), comparativamente a dezembro de 1997. Em 1998, as duas maiores bolsas de valores brasileiras negociaram R\$ 200,6 bilhões, com média diária de R\$ 815 milhões. A rentabilidade acumulada nas bolsas de valores em 1998 situou-se em -33,5% em São Paulo e em -38,2% no Rio de Janeiro.

As empresas abertas foram capitalizadas, segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em R\$ 4,1 bilhões (incremento de 5,2% em relação ao ano anterior). Foram tomados empréstimos de longo prazo, através da emissão de debêntures, no valor de R\$ 9,7 bilhões, superando em 28,5% as emissões realizadas em 1997.

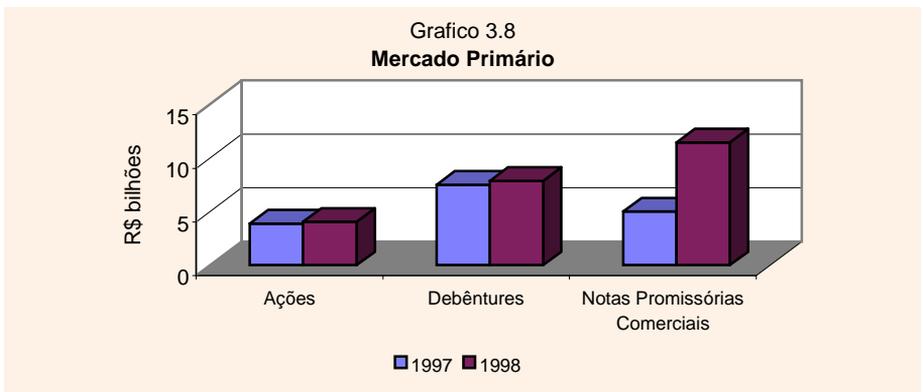
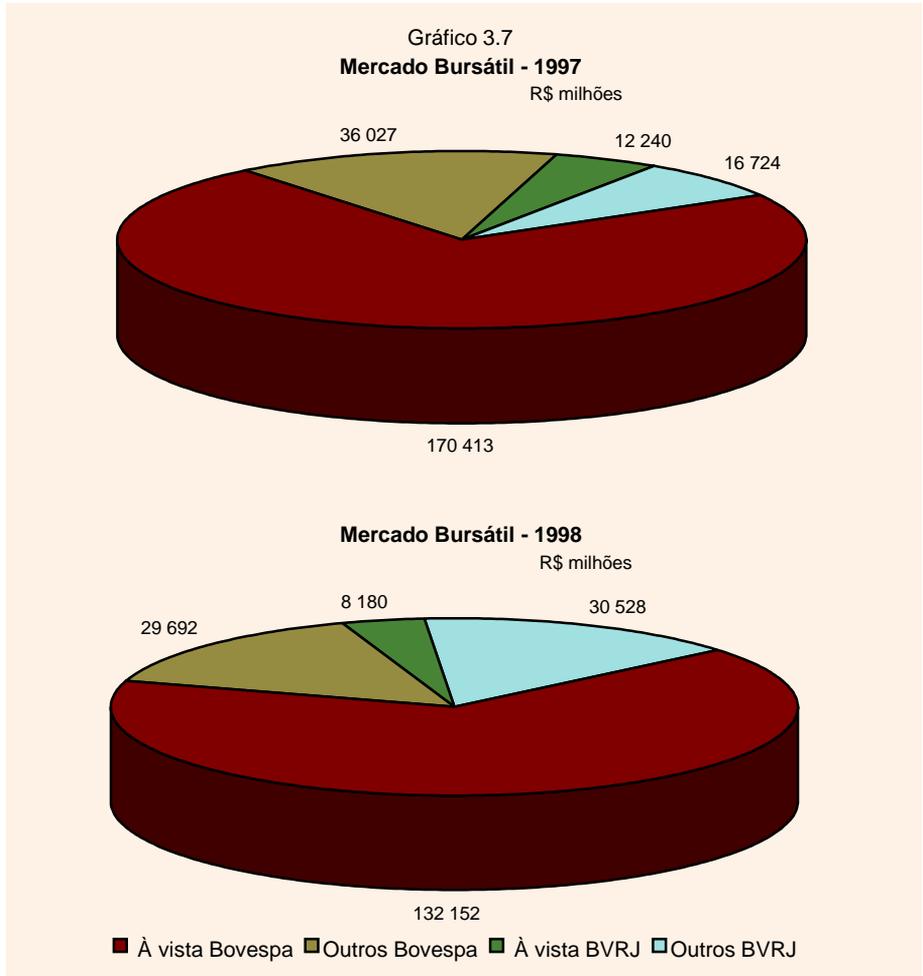
### Quadro 3.2 - Mercado secundário de ações

R\$ milhões

| Discriminação        | 1997    |         |         | 1998    |         |         |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                      | Bovespa | BVRJ    | Total   | Bovespa | BVRJ    | Total   |
| À vista              | 170 413 | 12 240  | 182 653 | 132 152 | 8 180   | 140 332 |
| Termo                | 1 186   | 210     | 1 396   | 982     | 65      | 1 047   |
| Opções               | 18 138  | 1 757   | 19 895  | 12 539  | 1 796   | 14 335  |
| Exercício de Opções  | 9 664   | 1 564   | 11 229  | 4 684   | 904     | 5 588   |
| Outros <sup>1/</sup> | 7 038   | 13 192  | 20 231  | 11 487  | 27 763  | 39 250  |
| Total                | 206 441 | 28 964  | 235 404 | 161 844 | 38 708  | 200 552 |
| Valor de Mercado     | 285 139 | 252 777 | 537 916 | 194 399 | 195 915 | 390 314 |
| Média Diária no Ano  | 821     | 150     | 971     | 658     | 157     | 815     |

<sup>1/</sup> Direitos e recibos, fundos Decreto-Lei nº 1.376, certificados de privatização, leilão e mercado fracionário.

Essas mesmas empresas optaram por financiamentos de curto prazo sem a intermediação do sistema financeiro, oferecendo suas notas promissórias comerciais ao mercado a fim de diminuir custos, atingindo volume financeiro 157% superior a 1997.



**Quadro 3.3 - Mercado primário de ações**

Registros de emissões na CVM (R\$ milhões)

| Período | 1997  |         | 1998    |         |
|---------|-------|---------|---------|---------|
|         | Mês   | Ano     | Mês     | Ano     |
| Jan     | 366,0 | 366,0   | 8,5     | 8,5     |
| Fev     | 0,0   | 366,0   | 282,3   | 290,8   |
| Mar     | 52,2  | 418,2   | 127,0   | 417,8   |
| Abr     | 306,3 | 724,5   | 0,0     | 417,8   |
| Mai     | 375,5 | 1 100,0 | 17,2    | 435,0   |
| Jun     | 599,0 | 1 699,0 | 14,0    | 449,0   |
| Jul     | 616,6 | 2 315,6 | 2,3     | 451,3   |
| Ago     | 81,2  | 2 396,8 | 571,7   | 1 023,0 |
| Set     | 0,0   | 2 396,8 | 1 619,4 | 2 642,4 |
| Out     | 0,0   | 2 396,8 | 1 419,8 | 4 062,2 |
| Nov     | 601,9 | 2 998,7 | 0,0     | 4 062,2 |
| Dez     | 910,2 | 3 908,9 | 50,0    | 4 112,2 |

**Quadro 3.4 - Mercado primário de debêntures**

Registros de emissões na CVM (R\$ milhões)

| Período | 1997    |         | 1998    |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|
|         | Mês     | Ano     | Mês     | Ano     |
| Jan     | 1 200,9 | 1 200,9 | 961,5   | 961,5   |
| Fev     | 350,0   | 1 550,9 | 613,4   | 1 574,9 |
| Mar     | 1 000,5 | 2 551,4 | 2 217,0 | 3 791,9 |
| Abr     | 205,0   | 2 756,4 | 1 872,9 | 5 664,8 |
| Mai     | 238,0   | 2 994,4 | 46,0    | 5 710,8 |
| Jun     | 503,6   | 3 498,0 | 65,8    | 5 776,6 |
| Jul     | 1 124,3 | 4 622,3 | 223,0   | 5 999,6 |
| Ago     | 1 068,4 | 5 690,7 | 751,3   | 6 750,9 |
| Set     | 179,2   | 5 869,9 | 70,0    | 6 820,9 |
| Out     | 693,1   | 6 563,0 | 413,5   | 7 234,4 |
| Nov     | 485,0   | 7 048,0 | 644,0   | 7 878,4 |
| Dez     | 469,7   | 7 517,7 | 1 779,0 | 9 657,4 |

**Quadro 3.5 - Mercado primário de notas promissórias comerciais**

Registros de emissões na CVM (R\$ milhões)

| Período | 1997    |         | 1998    |          |
|---------|---------|---------|---------|----------|
|         | Mês     | Ano     | Mês     | Ano      |
| Jan     | 32,4    | 32,4    | 180,0   | 180,0    |
| Fev     | 0,0     | 32,4    | 0,0     | 180,0    |
| Mar     | 50,2    | 82,6    | 1 470,0 | 1 650,0  |
| Abr     | 186,4   | 268,9   | 2 086,0 | 3 736,0  |
| Mai     | 7,2     | 276,1   | 55,0    | 3 791,0  |
| Jun     | 302,4   | 578,5   | 174,0   | 3 965,0  |
| Jul     | 386,0   | 964,5   | 1 190,0 | 5 155,0  |
| Ago     | 0,0     | 964,5   | 3 525,0 | 8 680,0  |
| Set     | 300,0   | 1 264,5 | 2 100,0 | 10 780,0 |
| Out     | 3 421,5 | 4 686,0 | 630,8   | 11 410,8 |
| Nov     | 331,0   | 5 017,0 | 54,0    | 11 464,8 |
| Dez     | 5,1     | 5 022,1 | 1 440,6 | 12 905,4 |