

## 5 Mercados Emergentes

### 5.1. Definição e Características

Os países subdesenvolvidos, assim denominados até a década de 70, e que passaram a ser chamados países em-desenvolvimento na década de 80, são atualmente conhecidos como países emergentes.

O termo “países emergentes” passou a ser utilizado pela imprensa especializada, por organismos multilaterais e pela academia para referir aqueles países capitalistas periféricos e as economias em transição que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais a partir dos anos 90 (Prates & Cintra, 2004).

O Banco Mundial define “emergente” aquela economia cujo nível de geração de riqueza, medida pelo produto nacional bruto (*gross national product*) per capita, encontra-se abaixo daquele de economias desenvolvidas. A tabela abaixo indica, sob este critério, os 155 de um total de 206 países considerados emergentes. No âmbito do universo definido como países emergentes, observa-se uma grande disparidade com relação ao grau de desenvolvimento: 23% deles pertence à categoria média-alta de renda; 37% pertence à categoria média-baixa, e o restante, 40%, compõe o grupo dos países mais pobres do mundo (Souza, Martelanc & Málaga, 2003).

---

<sup>12</sup> Característica dos ratings em que as agências atuam de forma pró-ativa ao mercado.

Tabela 3: Economias de Países Desenvolvidos e Países Emergentes

<b>Agrupadas por nível de renda</b>	<b>Número de economias</b>	<b>PIB (US\$ bilhões)</b>	<b>População (milhões)</b>	<b>PIB per capita (US\$)</b>
<b>Economias Emergentes</b>	<b>155</b>	<b>6,243</b>	<b>5,010</b>	<b>1,246</b>
Baixa renda ( $\leq$ US\$ 760)	63	1,842	3,536	520
Média-Baixa renda (US\$761 to 3030)	57	1,541	886	1,740
Média-Alta renda (US\$3031to 9360)	35	2,860	588	4,864
<b>Economias Desenvolvidas</b>	<b>51</b>	<b>22,592</b>	<b>886</b>	<b>25,499</b>
Alta renda ( $\geq$ US\$ 9361)				
<b>Totalização</b>	<b>206</b>	<b>28,835</b>	<b>5,897</b>	<b>4,890</b>

Fonte: *World Development Report 2002*. Adaptada de Souza, Martelac & Málaga (2003).

Segundo Cabello (2002), inexistente uma definição universal para a denominação “mercados emergentes”. Pereiro (2002) define mercado emergente uma economia nacional que esteja:

- tentando reordenar suas contas, privatizando empresas e desregulamentando a atividade econômica;
- estabilizando seu sistema político, movendo-o na direção de regimes mais liberais e democráticos, e esforçando-se para resolver os mais graves problemas sociais;
- diminuindo as barreiras ao investimento estrangeiro e comércio internacional, dessa forma aumentando sua participação na economia mundial;
- experimentando uma profunda mudança na estrutura de suas indústrias;
- verificando enorme aporte de capital estrangeiro e tecnologias, assim como a aplicação de novas formas de gerenciamento;
- demonstrando alta taxa de crescimento das fusões e aquisições, e verificando o estabelecimento de subsidiárias de empresas multinacionais. Com o mercado tornando-se extremamente atrativo para empreendedores, gestores, investidores estratégicos, dentre outros, os mesmos identificam oportunidades de extrair valor de atividades nesses mercados devido à diferença de produtividade com relação àquelas executadas nos países desenvolvidos;
- observando o crescimento de um mercado de capitais progressivamente ativo e sofisticado; e
- expandindo sua influência para os países vizinhos também em processo de abertura de suas economias.

De acordo com Khambata (2000), os mercados emergentes podem ser divididos em quatro grupos, dependendo das características de seus mercados financeiros.

O primeiro grupo é formado por países em fase inicial de desenvolvimento de mercados, com poucas companhias listadas, baixa capitalização de mercado, alta concentração, baixa liquidez, alta volatilidade e um conjunto institucional

comparativamente rudimentar. Aqui incluem-se diferentes mercados da África e da Europa Oriental como, por exemplo, Marrocos, Ucrânia, Tunísia e Romênia.

No segundo grupo incluem-se os países com uma liquidez de mercado alta. Possuem ampla variedade de companhias cotadas nas bolsas de valores e contam já com a apreciação inicial de investidores estrangeiros para investimento. Embora com mercados de capitais tímidos comparativamente ao seu potencial econômico, aos poucos seus setores corporativos passam a utilizar o financiamento de capital próprio substancialmente. Neste grupo estão o Brasil, China, Colômbia, Índia, Paquistão e Filipinas.

No terceiro grupo, os retornos de mercado são menos voláteis. Existe um rápido incremento na atividade de negócios e no volume de emissão de ações. A capitalização se expande consideravelmente, com predomínio de desenvolvimento de mecanismos de transferência de riscos como, por exemplo, a implementação de instrumentos de *hedge* em moeda e títulos. Inclui-se aqui o Chile.

Na última categoria estão os países com os mercados mais maduros, com atividades de negócios e liquidez muito altas. O volume ou dimensão do mercado é substancial e os prêmios de risco de mercado são próximos aos níveis internacionais competitivos. Aqui encontram-se Hong-Kong, Coréia do Sul, México, Cingapura e Taiwan.

Segundo Hartmann & Khambata (1993) e Zanette (1995), dentre as características principais dos países emergentes cita-se o fato de que são mercados com oportunidades de crescimento acelerado, detêm economias com maior regulamentação governamental, são de tamanho reduzido, e apresentam baixa atividade no mercado de capitais comparativamente aos países desenvolvidos. Possuem ainda economias e infra-estrutura menos desenvolvidas com recentes instabilidades econômicas e ou políticas, e que atravessam um profundo processo de privatização de suas empresas estatais. Todos esses mercados representam risco maior para os investidores, razão por que se demanda maior retorno sobre os capitais investidos.

De acordo com Galli (2000), um país ou mercado emergente pode ser definido como aquele que esteja pelo processo de globalização, isto é, esteja abrindo suas fronteiras para o fluxo internacional de comércio e investimentos. Conseqüentemente, tal país ou mercado se torna foco atrativo para empresas e

projetos de investimentos, vistos como alvos atrativos para compradores e vendedores em busca de lucros e produtividade mais altos.

As oportunidades mencionadas, entretanto, não ocorrem sem custo adicional. Os países emergentes, por estarem ainda em um período de indefinição política e econômica, apresentam riscos diferentes, em características e magnitude, daqueles presentes nos países desenvolvidos (Pereiro, 2002).

## **5.2. Contexto Histórico**

O segundo choque dos preços do petróleo, em 1979, e a recessão global que formou-se a partir dele, colocaram um final a três décadas de crescimento nos países em desenvolvimento e forçou muitos deles a conhecer os resultados das políticas intervencionistas implantadas nesse período. Programas de desenvolvimento baseados em subsídios, protecionismo e uma excessiva inversão danificaram os setores públicos e privados destes países. Os efeitos foram ineficiência e incremento nas dívidas interna e externa, levando muitos desses países emergentes a desenvolverem uma reforma econômica ampla. Entre estas reformas citam-se: redução do déficit fiscal, controle da inflação, estabilização monetária, liberalização comercial, privatização e algumas outras medidas com o fim de estimular o crescimento de um dinâmico e competitivo setor privado, incluindo uma reforma do setor financeiro (Khambata, 2000).

Desta forma, segundo Khambata (2000), a criação de mercados de capitais eficientes nos países em desenvolvimento foi rapidamente identificada como um objetivo importante na reforma do mercado financeiro, permitindo às empresas do setor privado diminuir a sua excessiva dependência de endividamentos, incrementando sua eficiência, competitividade e solvência.

Desde meados da década de 80, as atividades do mercado de ações aumentaram de forma substancial em vários países em desenvolvimento. O interesse internacional nos mercados acionários dos países emergentes tem seguido diferentes etapas. Nesta mesma década, os quatro “tigres” asiáticos da época (Hong Kong, Coréia, Cingapura e Taiwan) atraíram a atenção dos investidores devido às suas altas taxas de crescimento econômico. A expectativa sobre Grécia e Portugal, relativamente às suas respectivas inclusões no Mercado Comum Europeu, levou esses países a um *boom* financeiro. Países latino-

americanos ganharam novamente destaque internacional quando os planos Brady apresentaram o re-planejamento do pagamento de suas dívidas externas, propiciando aos seus mercados acionários oferecerem retornos atrativos no começo dos anos 90. A desintegração do comunismo permitiu o desenvolvimento das economias de mercado nos países da Europa Oriental e a esperança de atrativas oportunidades de investimento para os investidores locais e internacionais (Khambata, 2000).

Esta situação de liquidez favorável para os países emergentes começou a mudar a partir da crise mexicana em 95 e alterou-se de forma consistente após a crise dos países asiáticos em 97, seguindo-se a crise russa em 98 e finalmente a do Brasil no início de 99. Treuherz (2000) conclui que a crise brasileira foi muito semelhante à do México, Tailândia, Indonésia e Rússia, vulneráveis que estiveram aos perigos de uma desvalorização acentuada e à saída estrepitosa de capitais estrangeiros, fatos que forçaram os Bancos Centrais a utilizarem suas reservas, a sujeitarem-se às forças do mercado e à sancionarem a livre flutuação da moeda.

A reação pós-crise das bolsas de valores foi mais um exemplo de recuperação dos países emergentes. Depois de experimentarem baixas consideráveis, os mercados reagiram na época, em parte por causa das melhores perspectivas econômicas e também como reflexo do comportamento favorável do mercado de ações dos Estados Unidos. No entanto, com exceção de ligeira queda da Bolsa da Tailândia, os demais países desfrutaram de um mercado favorável em 1999, em paralelo ao dos Estados Unidos. Em 2000, retraíram-se, pelo mau desempenho das bolsas americanas e por outros problemas - disputa nos altos escalões de vários governos, como o da Argentina, da Turquia e do México; a crise entre palestinos e israelenses; o aumento do preço do petróleo, e incertezas quanto à economia japonesa (Treuherz, 2001). Somam-se a estes fatos a crise argentina e o atentado terrorista ocorrido nos Estados Unidos em 2001, que elevaram a aversão ao risco dos investidores internacionais.

A partir do final de 2002, iniciou-se um novo ciclo de liquidez internacional e maior apetite para o risco por parte dos investidores globais, que intensificou-se em 2003. Além das baixas taxas de juros nos países centrais – em seus patamares mais baixos dos últimos quarenta e cinco anos -, as expectativas de retomada do crescimento econômico mundial e as intervenções dos bancos centrais asiáticos, sob a liderança do Banco do Japão, alimentaram esse novo ciclo de abundância de

recursos. Esse capital foi direcionado para os chamados “mercados emergentes”, dentre os quais os mercados de títulos públicos, ações, *commodities* e moedas.

Vários são os indicadores desse novo ciclo de crédito para os mercados emergentes, dentre eles destacando-se: o aumento significativo das aplicações nos fundos de investimento especializados nesses mercados e dos *hedge funds*; a valorização generalizada das bolsas de valores emergentes e dos respectivos mercados de *American Depositary Receipts* (ADRs); a forte queda dos *spreads* dos *junk bonds* e dos títulos emitidos pelos países emergentes e, assim, dos respectivos risco-país; e a conseqüente “indiferenciação” dos riscos e a onda de *upgradings* (Prates & Cintra, 2004).

### **5.3. Dinâmica do Fluxo de Capital<sup>13</sup>**

No contexto atual de globalização financeira, as flutuações da taxa de câmbio, supostamente destinadas a eliminar os desequilíbrios do balanço de pagamentos, se revelaram altamente desestabilizadoras. Neste ambiente, o principal determinante da evolução dos balanços de pagamentos dos países, de forma geral, é o desempenho da conta financeira.

No caso dos países periféricos, como o Brasil, com histórico de desequilíbrio nas transações correntes e um elevado passivo externo, essa relação de causalidade é ainda mais acentuada. Isto porque esses países dependem do ingresso de fluxos líquidos de capitais privados para fechar suas contas externas, os quais são altamente voláteis. A volatilidade dos fluxos de capitais direcionados para os chamados “países emergentes” não está associada somente ao fato desses fluxos serem determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena e intrinsecamente instável – aquela dos mercados financeiros internacionais globalizados, que depende, por sua vez, da fase do ciclo econômico e do patamar das taxas de juros dos países centrais –, mas também à sua forma particular de inserção nesses mercados (Prates, 2003).

Uma das questões de maior importância para entendimento desses fluxos em direção a periferia e os seus desdobramentos diz respeito a seus determinantes. O trabalho do IMF (1997) sugere a existência de uma combinação de fatores,

---

<sup>13</sup>Tópico baseado em Prates e Cintra (2004).

destacando as transformações nos mercados centrais. Essas seriam de duas ordens: (i) estruturais, relativas ao crescimento da poupança financeira e à diversificação de portfólios dos investidores institucionais, e (ii) cíclicas, concernente à queda do nível de atividade e rendimentos nos países centrais a partir do início dos anos 90. Enfatizam-se também os fatores de atração nos países receptores, como a reorientação da política econômica de longo prazo na direção de sua liberalização, e de curto prazo, através da manutenção elevados rendimentos principalmente pelos altos patamares do juro (Carneiro, 1999).

Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária ou de aumento da preferência pela liquidez, pode ocorrer uma súbita onda de vendas em massa que, aliás, começam sempre pelos ativos mais arriscados, os *high yield*. Nesse quadro, uma súbita alteração das expectativas pode induzir um comportamento de manada, que desvaloriza as moedas e os ativos financeiros “emergentes” as quais, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional – reflexo, por sua vez, da assimetria monetária – são os primeiros “alvos” dos movimentos recorrentes de fuga para ativos de qualidade (ou seja, para o dólar e ou os títulos da dívida pública americana) empreendidos por esses investidores.

Os comportamentos de manada também estão associados à estrutura de incentivos dos administradores de fundos. Se um gestor de fundo particular é o único a tomar uma decisão equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia revela-se incorreta *ex post*, mas é adotado por todo o mercado, o erro é coletivo e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate (Cunha & Prates, 2003).

Dessa forma, a despeito da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes, os efeitos potencialmente instabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e de capitais domésticos são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal.

Além dos efeitos instabilizadores sobre os mercados de câmbio, as entradas e saídas desses fluxos de recursos acentuam a volatilidade estrutural dos mercados de capitais “emergentes”, associados à sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e líquidos. Como ressaltam Freitas & Prates

(2003), em termos do desenvolvimento desses mercados “tanto os países asiáticos como os latino-americanos padecem do mesmo mal: mercados estreitos e altamente especulativos”. Ao mesmo tempo em que acentuaram a volatilidade dos mercados secundários, “a abertura externa não se traduziu no aprofundamento e maior dinamismo do mercado primário, que permanece como uma fonte de recursos marginal para a maioria das empresas domésticas”.

Lizarazo (2005) apresenta em seu estudo, um modelo que busca associar o grau de atratividade financeira de um país à fatores externos aos fundamentos do próprio país. A autora conclui que o fator aversão ao risco de investidores internacionais explica grande parte dos prêmios de risco soberanos nos mercados emergentes e levanta algumas questões importantes: (i) qual o papel do FMI na prevenção de crises financeiras, (ii) O controle de capitais deveria ser adotado para que a volatilidade dos fluxos de capitais de curto-prazo fosse eliminada, (iii) de que forma os capitais de renda fixa são transferidos para o mercado de acionário e (iv) qual o nível ótimo de diversificação nas carteiras de investimentos internacionais.

Segundo Carneiro (1999), considerando os países emergentes como um todo, podem-se identificar várias conseqüências problemáticas dos fluxos de capitais:

- a acumulação excessiva de reservas à apreciação da taxa de câmbio;
- a deterioração dos balanços bancários; e
- o aumento da volatilidade dos mercados locais.

Essas características já tornavam esses mercados mais instáveis e, portanto, mais sujeitos à crise do que os mercados centrais.

De acordo com cálculos realizados pelo IMF (2003), é observada uma elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos “mercados emergentes”<sup>14</sup> e o comportamento dos mercados acionários maduros e, principalmente, o desempenho “sincronizado” entre os *spreads* dos chamados *junk bonds*, os títulos de alta rentabilidade emitidos por corporações americanas e aqueles dos títulos emitidos pelos “mercados emergentes”, os quais integram o

---

<sup>14</sup> Medido por índices como o Emerging Market Bonds Index, EMBI+. Essa taxa, calculada pelo banco americano JP Morgan Chase, representa o diferencial de taxa de juros que um país teria de pagar em relação à taxa que o governo americano pagaria para captar recursos, pelo mesmo prazo.



segmento *high yield* dos mercados financeiros globais. Os períodos de fechamento dos mercados primários “emergentes” tornaram-se crescentemente associados ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Nesses períodos, os devedores de maior risco são os primeiros a serem excluídos do mercado.

Nesse sentido, vale mencionar que a maior volatilidade do mercado de títulos de dívida dos países emergentes tem afetado, de forma heterogênea, os tomadores desta classe de ativos, de acordo com a sua respectiva posição no espectro de *ratings* de crédito, o que se traduz numa discriminação dos ativos sem grau de investimento.

Mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida “emergentes” após as crises asiática e russa contribuíram para reforçar essas correlações, dentre as quais se destacam:

- a importância crescente dos investidores em fundos globais, que concentram suas aplicações em títulos *investment grade* dos países centrais, mas detêm marginalmente posições nos mercados emergentes se há expectativa de retorno elevado<sup>15</sup>;

- o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *bench mark* mais amplo, que inclui títulos com e sem grau de investimento e,

- a adoção de sistemas *value-at-risk*, que induz investidores a cancelarem suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu *portfólio*, acentuando a instabilidade do acesso.

#### **5.4. Investidores Internacionais**

Os investidores internacionais passaram a ter um papel importante nos mercados financeiros devido ao fenômeno da globalização nos últimos anos. Uma análise do perfil destes investidores é importante para se compreender melhor o que eles procuram quando investem num mercado específico, em especial nos

---

<sup>15</sup> Como o *bench mark* utilizado para avaliar a performance dos administradores de portfólio desses investidores não inclui os ativos dos “mercados emergentes” (em contraposição aos investidores dedicados, que são avaliados de acordo com os *bench marks* desses mercados), estes podem reduzir ou eliminar suas posições rapidamente diante de sinais de deterioração nesses mercados, oportunidades de investimento mais atrativas nos mercados financeiros dos países centrais ou do aumento da aversão ao risco.

mercados emergentes, e que efeitos traria a entrada dos seus capitais numa economia em desenvolvimento.

Os investidores estrangeiros continuamente deixam de aplicar em seus mercados domésticos e passam a investir em mercados internacionais na busca de maiores lucros e menor volatilidade por meio da diversificação.

Segundo Pinheiro (2001), os investidores internacionais procuram oportunidades de alavancagem de rentabilidade nos países emergentes, o que implica que estes capitais sejam considerados voláteis e sensíveis à conjuntura internacional. Os efeitos positivos e negativos à entrada de investidores internacionais numa economia estão abaixo listados.

#### **Efeitos positivos:**

- melhora da imagem internacional do país;
- possibilidade de financiamento do déficit pelo governo, que poderá negociar prazos maiores e taxas menores de juros; e
- aumento no fluxo de divisas, que favorece as empresas, propiciando maiores facilidades para investimentos na capacidade produtiva, com custos mais favoráveis.

#### **Efeitos negativos**

- incremento descontrolado do fluxo de divisas, que pode causar um desequilíbrio nas contas do país;
- quando um país abre o mercado, ao mesmo tempo em que busca uma estabilidade financeira, os investidores passam a preocupar-se com o cumprimento das tarefas do governo (ajuste fiscal, reformas constitucionais, etc.) e a qualquer sinal de dificuldade para executá-las, perdem a confiança e retiram abruptamente seus recursos; e
- o país tem dificuldades para controlar uma fuga de capitais numa eventual crise financeira internacional.

### 5.4.1. Tipologia

Os principais provedores de investimentos no mercado acionário brasileiro são investidores institucionais<sup>16</sup> que administram fundos de investimentos globais, fundos de investimentos globais para mercados emergentes (*GEM*)<sup>17</sup> e fundos de investimentos dedicados. Os fundos globais concentram suas aplicações em títulos *investment grade* dos países centrais, mas detém marginalmente posições nos mercados emergentes. A referência de performance desses fundos, no entanto, não incluem os mercados emergentes. Os fundos globais para mercados emergentes têm seu *bench mark* em índices que refletem o comportamento dos preços desses mercados, como o MSCI EM<sup>18</sup>, abrangendo países emergentes independentes de sua classificação de risco (riscos com grau de investimento ou grau especulativo). No entanto, observa-se que alguns fundos *GEM* têm seus investimentos concentrados apenas em países classificados com risco de grau especulativo. Os fundos dedicados são fundos regionais, ou seja, fundos que concentram seus investimentos num país ou numa região. O *bench mark* desses fundos é referenciado em algum índice que reflita o comportamento desses mercados, como por exemplo, os fundos dedicados em América Latina referenciam sua performance ao índice MSCI América Latina.

---

<sup>16</sup> Segundo o trabalho do IMF (1995), o investidor institucional têm as seguintes características: gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar portfolios nos mercados internacionais. A centralização de poupanças individuais permitiu concentrar as decisões, criando a possibilidade de colusão e uma maior volatilidade nos mercados tanto maior quanto menores esses mercados. Os principais investidores institucionais, do ponto de vista de patrimônio, são: fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos, embora em termos de taxa de crescimento estes últimos sejam os mais dinâmicos e com maior diversificação. No caso dos fundos mútuos, um desempenho particular é o dos *hedge funds*, que são fundos cuja característica é o elevado grau de alavancagem e que operam em geral em ambientes muito desregulamentados – em geral, *off shore*.

<sup>17</sup> Sigla para *Global Emerging Markets*.

<sup>18</sup> Índice MSCI (Morgan Stanley Capital International) para mercados emergentes - as instituições Morgan Stanley e Capital Group fazem a gestão dos índices MSCI.

## 5.5. Mercado Acionário<sup>19</sup>

Este mercado surgiu quando o mercado de crédito ficou insuficiente para garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas, especialmente em termos de prazos e custos, para a atividade produtiva.

O mercado de ações contribui para o desenvolvimento econômico, desde que funcione como uma indústria produtora de capitais para investimentos, estimulando a poupança privada. Produzi-los, processá-los e distribuí-los para alimentar a atividade econômica é sua função básica, além de colaborar na estruturação de uma sociedade baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva na riqueza e no resultado da economia. Ou seja, pode ser o instrumento adequado para capitalização das empresas através da canalização da poupança dos indivíduos.

O mercado de ações pode ser dividido em dois grandes segmentos: um não-institucionalizado, que não está sujeito à regulação e ao controle das autoridades e onde se negociam as ações das sociedades anônimas de capital fechado e de estrutura familiar (este segmento é de grande importância, especialmente no Brasil, onde há milhares de sociedades anônimas, mas, um pequeno número delas é registrado nas Bolsas de Valores) e o segmento institucionalizado.

Quanto aos investidores, podem ser classificados em individuais e institucionais. Os individuais são as pessoas físicas e jurídicas que atuam diretamente no mercado, para si próprias, por sua conta e risco. O investidor institucional reúne recursos de um grupo de pessoas ou instituições e tem suas atividades reguladas por lei e estão sob controle das autoridades governamentais. Entre eles citam-se: o BNDES, os fundos de investimento, os fundos de investimento estrangeiros, companhias de seguro e as entidades de previdência privada.

### a) Mercado primário de ações

É onde se negociam as novas ações emitidas pela empresa junto ao público, ou seja, onde a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. É a primeira

---

<sup>19</sup> Tópico baseado em Atherino e Souza, 1998.

negociação da ação e o dinheiro é direcionado para a empresa. Assim, o mercado de ações exerce sua função de canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas. Para que as empresas cresçam é preciso que sua base de capital próprio cresça também. Só assim é possível ter-se empresas fortes.

#### b) Mercado secundário de ações

É onde se transferem títulos entre investidores e ou instituições, se bem que, do ponto de vista econômico, uma transação na Bolsa não significa aumento ou diminuição de recursos na empresa. Um mercado secundário organizado e eficiente é extremamente importante, pois é condição para a existência do mercado primário, onde as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros. O fator fundamental na decisão do investidor quando compra ações em um lançamento, é a possibilidade de que, mais tarde possa se desfazer, totalmente ou em parte, das ações adquiridas.

O surgimento das Bolsas de Valores permitiu um grande desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários e, por conseguinte, da economia em geral. Assim, o mercado de ações iniciou sua trajetória de crescimento que, apesar de alguns percalços, ganhou força com a globalização da economia.

As bolsas de valores possuem um local físico, onde seus membros se encontram para executar as ordens de compra e venda de valores mobiliários de investidores institucionais e pessoas físicas (Downes & Goodman, 1991).

Conforme Pinheiro (2001), as principais características das bolsas de valores são: (i) livre concorrência; (ii) pluralidade de participantes; (iii) homogeneidade de produto; e (iv) transparência na fixação de preços.

Cabe ressaltar que a função de uma bolsa de valores não é criar riqueza, mas transferir recursos da economia. Cada entrada de capitais, neste mercado, corresponde a uma saída, dos mesmos, previamente aplicados, o que representa a transferência de propriedade e não a criação de riqueza. Acrescente-se que “as bolsas de valores têm um importante papel na capitalização das empresas e na formação da poupança das economias, não são instituições rígidas, adaptam-se às necessidades dos tempos, mantendo suas funções básicas” (Pinheiro, 2001).

Sendo assim, o mesmo autor conclui que as bolsas são organismos propulsores do processo e mecanismos de democratização do capital apoiado na formação para as inversões, cuja existência propicia a certeza da liberação do

capital investido aos possuidores de títulos patrimoniais e aos subscritores de novas emissões.

A globalização permitiu um incremento no volume de informações e maior rapidez na sua difusão, transformando as bolsas de valores em mercados bursáteis internacionais que, cada vez mais, enfrentam as conseqüências da desregulamentação dos mercados e do aumento da competição decorrentes delas, provocando um grande desenvolvimento de seus mecanismos de negociação (uso dos avanços tecnológicos) e ampliando sua sensibilidade às mudanças da economia.

Todavia, essa integração internacional dos mercados de ações é restringida por diferenças de práticas contábeis dos países e pela falta de conhecimento das empresas estrangeiras. Outro fator importante são as restrições relacionadas ao nível de participação de ações estrangeiras nos fundos de pensão. Esse padrão, no entanto, vem transformando-se na medida da amenização das restrições (Roberts, 1998).

#### **5.5.1. Bench Mark**

Um índice de ações é um indicador do desempenho de uma carteira teórica de ações. O *bench mark* de um mercado de ações é a carteira utilizada pelos investidores como referência para balizar a performance de seus investimentos naquele mercado. A carteira utilizada deve servir como indicador médio do comportamento dos preços do mercado como um todo.

#### **5.5.2. Mercado Brasileiro**

Os principais índices utilizados como referência no mercado brasileiro são os índices IBX, IBX-50 e Ibovespa. Dentre estes, o Ibovespa é considerado o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. As ações que fazem parte do

índice representam mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro negociado no mercado à vista.

Não obstante a importância do Ibovespa, é cada vez maior o número de investidores institucionais que utilizam os índices IBX e IBX-50 para *bench mark* de suas aplicações.

O IBX é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. O índice foi implementado e calculado a partir do primeiro dia útil de 1996. O IBX-50 (composta por 50 ações) tem as mesmas características do IBX, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado. O índice teve seu início no primeiro dia útil de 1998.

Nos três principais índices, o re-balanceamento de suas carteiras acontece a cada quadrimestre, tendo início no período de janeiro a abril.

### **5.5.3. Mercados Emergentes**

O MSCI EM (mercados emergentes) é um índice calculado em dólares e ajustado pela liquidez e capitalização de mercado dos ativos. São elegíveis a compor o índice, os países que pertençam ao universo dos países emergentes que atendam aos critérios utilizados na metodologia padrão MSCI<sup>20</sup>. Esses ativos são classificados por indústria e setor, de acordo com a metodologia GICS<sup>21</sup>. O índice é revisado e re-balanceado a cada trimestre e as novas carteiras são divulgadas para os períodos de janeiro a março, abril a junho, julho a setembro e outubro a dezembro.

O índice MSCI considera diversos fatores quantitativos e qualitativos na classificação de um país como desenvolvido ou emergente. Um país para fazer parte do grupo dos países desenvolvidos precisa estar classificado como país de economia de alta renda pelo Banco Mundial.

---

<sup>20</sup> Para informações relativas a metodologia padrão utilizada, ver *MSCI Standard Index Series Methodology* no site [www.msci.com](http://www.msci.com).

<sup>21</sup> Metodologia de classificação de indústrias desenvolvido pelo MSCI e Standard & Poor's. Segundo MSCI, GICS é o sistema de classificação de indústria mais utilizado no mundo.

Além desse critério de classificação, MSCI considera fatores que indiquem mudanças sustentáveis no desenvolvimento dos mercados acionários e da economia desses países. Os principais fatores utilizados na análise são:

- nível de desenvolvimento econômico (inclui-se neste fator, o indicador de nível de renda utilizado pelo Banco Mundial);
- capitalização e liquidez de mercado;
- eficiência operacional (nível de regulação e supervisão do mercado);
- acessibilidade aos investidores institucionais (restrições aos fluxos de capitais estrangeiros nos mercados).

Após a análise de todos esses fatores, o MSCI ainda leva em consideração a percepção dos investidores institucionais quanto à estabilidade e risco desses países, e o efeito dessa percepção no seu processo de investimento.

Segundo dados da Bloomberg, existem três trilhões de dólares investidos em fundos que utilizam os índices MSCI como *bench mark* e, aproximadamente, duas mil organizações que balizam a performance de seus fundos confrontando seus retornos com o retorno desses índices.

A importância da representatividade de um país no índice e o impacto nos mercados de uma eventual mudança em sua classificação pode ser analisado pela leitura do texto divulgado pelo ministério das finanças de Portugal transcrito abaixo:

*“A Morgan Stanley Capital International (MSCI) Indices acaba de anunciar a transição do segmento do mercado bolsista de Portugal para o universo dos índices representativos dos mercados de maior nível de desenvolvimento, a partir do próximo dia 2 de Dezembro. Portugal abandonará, assim, o âmbito dos índices relativos aos mercados emergentes, onde tem actualmente a companhia de países como a Grécia, a Turquia, o Brasil, a Argentina ou o México. Passará a fazer parte dos índices europeus e mundiais onde se incluem, entre outros, a Alemanha, o Reino Unido e os Estados Unidos da América.*

*Este ato – praticado por uma entidade independente e de grande dimensão e credibilidade internacional – encerra em si um grande significado.*



*Em primeiro lugar, marca o reconhecimento de que Portugal tem um nível de desenvolvimento económico e social que — sem ser ainda o ideal — já nos posiciona claramente mais próximos dos países mais industrializados do que dos países de desenvolvimento ainda emergente e periférico. Importa a este propósito recordar que o PIB per capita português ultrapassa claramente o patamar definido pelo Banco Mundial para separar os países de elevados rendimentos dos demais.*

*Em segundo lugar, aquele evento significa também o reconhecimento internacional da sustentabilidade do processo de desenvolvimento nacional e da adequação estruturante das políticas macro-económica e financeira que vêm sendo perseguidas. Com este ato, a Morgan Stanley reconheceu que Portugal tem seguido políticas claras — tanto em nível da convergência nominal como no âmbito da convergência real — que permitem antever um crescimento económico sustentável e que nos posicionam no primeiro grupo de países que aderiram ao EURO. Tratou-se também do reconhecimento de que estas políticas têm suporte em reformas estruturais que estimulam a competitividade doméstica e internacional do nosso aparelho produtivo.*

*Em terceiro lugar, mas não menos importante, a inclusão de Portugal nos índices próprios dos mercados mais desenvolvidos, é também o reconhecimento internacional de que o nosso mercado de capitais apresenta na atualidade características próximas e similares daquelas que se encontram reunidas nos mercados de maior maturidade, seja na Europa, seja no mundo inteiro. Também de nossa parte estamos convencidos de que o nosso mercado de capitais é — nos dias de hoje — um mercado moderno, fiável, transparente e eficaz. Não significa isto que esse mercado não possa e não deva sofrer transformações que induzam a uma maior eficiência e a uma maior competitividade internacional.*

*Por outra parte, a inclusão de Portugal no âmbito dos índices relativos aos mercados desenvolvidos induz vantagens diretas e indiretas para o nosso mercado de capitais e para o nosso país. Como é sabido, os índices da Morgan Stanley são uma referência importante para os critérios de decisão de investimento de muitos investidores institucionais internacionais. Portugal passará, portanto, a estar mais intensamente, e de forma definitiva, no horizonte das suas decisões de investimento.”*

Pode-se também observar a importância do MSCI como parâmetro do comportamento dos mercados acionários, com base na declaração de um

executivo da State Street Global Advisors - SSGA, dentre as principais empresas administradoras de recursos de âmbito global, em julho de 2001:

*“As mudanças na metodologia dos índices MSCI receberam enorme atenção por parte de investidores ao redor do mundo devido a um potencial re-balanceamento significativo de administradores passivos e ativos de fundos que utilizam esses índices como bench mark”<sup>22</sup>.*

---

<sup>22</sup> Traduzido do original *“The changes to MSCI’s methodology have received widespread attention from investors worldwide due to the potential for significant rebalancing activity from passive and active managers benchmarked against the MSCI indexes.”*