

POLÍTICA MONETÁRIA DO PLANO REAL: IMPACTOS SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS

Autoria: Camila Cunha de Paula
Professor-orientador: Roseli da Silva

RESUMO

O presente trabalho propõe-se a analisar os efeitos da Política Monetária restritiva adotada no Plano Real em relação aos investimentos em ações no Mercado de Capitais demonstrando que este tipo de política implica em elevação da taxa de juros básica e induzem o direcionamento dos investimentos para os Títulos Públicos federais. A hipótese de causalidade (antecedência temporal) da taxa básica de juros básica sobre o movimento do Mercado de Ações é testada após uma breve apresentação da conjuntura econômica brasileira pré-Real e avaliação das políticas monetária e cambial do Plano Real. Com a instabilidade evidenciada pelos testes de causalidade-Granger para o período de análise (jan./1992 a jun./2003), a avaliação empírica desta hipótese é testada por meio de uma análise de regressão, com ajustes para mudança estrutural, gerando evidências favoráveis para a hipótese em questão.

Palavras-chave: Política Monetária, Decisão de Investimento, Mercado de Capitais

A implantação do Plano Real trouxe estabilidade para a economia brasileira e, inicialmente, este fato promoveria o crescimento do investimento no Mercado de Capitais brasileiro em virtude da ausência de componentes inflacionários na remuneração do capital o que permite uma melhor previsão dos retornos nos investimentos financeiros e risco relativamente mais controlado para o Mercado de Capitais uma vez que a volatilidade nos preços destes ativos é refletida de forma transparente promovendo certa previsibilidade para o *portfolio* de investimentos. Entretanto, este fato não foi observado durante o período. Na realidade, este efeito foi contrário. O que houve foi uma retração dos investimentos neste mercado.

A primeira análise a se realizar é com relação à decisão sobre o melhor investimento do capital disponível e para isso é necessária uma minuciosa análise do *portfolio* de ativos no qual se deseja investir visando relacionar as melhores taxas de retorno para o mínimo risco possível.

Em 1960 foi introduzido um modelo de precificação de ativos chamado *Capital Asset Price Model*, conhecido mundialmente pela sigla CAPM, que é uma ferramenta de extrema importância para análise de investimentos. “Trata-se de um modelo baseado na proposição de que a taxa de retorno requerida de qualquer ação é igual à taxa de retorno isenta de risco mais um prêmio de risco, em que o risco reflete a diversificação.” (WESTON; BRIGHAM, 2000, p. 166).

O CAPM foi desenvolvido para explicar o comportamento dos preços dos ativos e títulos e criar uma ferramenta capaz de permitir aos investidores avaliarem os impactos de um investimento em um dado ativo sobre o risco e o retorno de todo um *portfolio*. Este modelo funda-se em diversas suposições que criam um cenário quase perfeito. Tais hipóteses,

contrariando a idéia de surrealismo presente nelas, sustentam a existência das relações descritas pelo modelo e, segundo Damodaran (2000), estudos empíricos têm confirmado sua racionalidade apesar de existirem alguns estudiosos que contestem sua eficiência.

O risco pode ser definido como uma possibilidade de perda ou de ganho em um investimento. De fato, risco é uma medida da volatilidade dos retornos e dos resultados futuros, em que a volatilidade será a quantidade de flutuações que ocorrem com uma série de valores quando estes se desviam de uma série representativa. Quanto menor for a variabilidade de um ativo ou de um *portfolio*, mais exata será a projeção do seu retorno, e, conseqüentemente, menor será seu risco.

A expectativa de um indivíduo sobre o rendimento do investimento em um ativo para o próximo período é o que denominamos retorno esperado. Na realidade, o retorno efetivo poderá ser maior ou menor que o esperado.

De fato, o retorno esperado de um ativo de risco requer uma avaliação sistemática das oscilações do preço do ativo no mercado de capitais. Em outras palavras significa dizer que a expectativa do sujeito para o retorno de seu investimento está atrelada aos preços realizados no mercado associados a um cenário econômico formado. Desta forma, para cada uma das circunstâncias econômicas prováveis, o investidor aguarda que o preço praticado para aquele ativo seja tal que possa compor uma distribuição probabilística que o torne capaz de avaliar o mais precisamente possível se é efetivamente rentável aplicar o capital disponível naquele ativo específico considerando o cenário econômico presente e o preço atual de mercado.

Na prática, o retorno esperado do *portfolio* “é a média dos retornos dos ativos individuais, devidamente ponderada pelo custo de cada ativo em relação ao custo total do *portfolio*.” (FRAISSE, 1991 e 1992 citado em Artigo Técnico da BM&F).

O risco de um ativo pode ser medido tomando a distribuição de probabilidades dos retornos futuros esperados deste ativo. Neste caso, quanto mais concentrada for a distribuição

de probabilidades, maiores serão as chances de que o retorno efetivo do investimento esteja próximo dos valores esperados, e, conseqüentemente, o risco associado ao ativo será menor.

Na realidade, quando um ativo qualquer é mantido como parte de uma carteira de ativos, o risco associado é relativamente menor do que se ele for aplicado sozinho. Deste modo, uma forma de conseguir a maximização dos retornos é diversificar o *portfolio*.

Em uma carteira bem diversificada, quase a metade do risco de um ativo pode ser eliminado, porém algum risco sempre permanece (WESTON; BRIGHAM, 2000, p. 173). O risco inerente aos efeitos provocados pelas grandes e inesperadas oscilações do mercado é praticamente impossível eliminar pela diversificação. A parcela do risco de um ativo associada a eventos ocasionais e que pode ser eliminada pela diversificação é chamada de risco diversificável. Por outro lado, a porção de risco originária de eventos sistemáticos e que não é eliminada pela diversificação é denominada de risco não-diversificável. O risco não-diversificável é inerente ao mercado e pode ser medido pela tendência de um ativo subir ou cair de cotação em relação ao mercado.

A partir destes conceitos, Markowitz¹ desenvolveu uma teoria baseada na otimização da constituição de um *portfolio*. Assim, para compor o melhor *portfolio*, o investidor tem duas escolhas. Pode elaborar uma margem de risco que está disposto a aceitar em que a composição da carteira é especificada pelo máximo retorno possível considerando o nível de risco desejado, ou pode considerar uma projeção de retorno almejada no qual a formação do *portfolio* é dado pela mínima variância do retorno dado um nível de retorno desejado.

A abordagem de Markowitz apesar de aparentemente solucionar a questão de composição de *portfolios* apresenta dois problemas. Um refere-se a gestão da base de dados do modelo que requer a medida de covariância dos ativos dois a dois. Nos casos de carteiras pequenas, o impasse é contornável, porém a gerência de grandes *portfolios* exige um trabalho mais minucioso para o cálculo. Além deste, o maior problema no Modelo de Markowitz é que

ele ignora a existência de uma carteira que contenha um ativo sem qualquer risco para o investidor. Na prática, os *portfolios* tendem a conter títulos públicos em virtude de que são ativos livres de risco por serem emitidos pelo governo, portanto existe a necessidade de considerá-los no cálculo. Para este fim, o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) inclui os ativos livres de risco na otimização de *portfolios*.

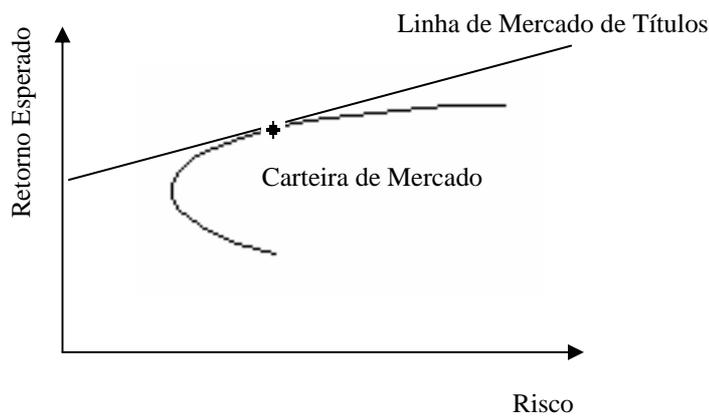


Figura 1: Capital Asset Price Model

Na prática, qualquer que seja a carteira individual do investidor, o CAPM correlaciona as expectativas de retorno destes ativos com um índice mais abrangente que pode ser denominado *portfolio* de mercado.

Na realidade, a idéia centrada na existência de um *portfolio* de mercado reside no fato de que haja apenas um indicador que possa oferecer a todos os investidores o mesmo nível de informação em que baseiam-se todas as tomadas de decisão. A constituição da carteira individual do investidor dependerá da alocação de cada ativo, porém conterà certamente ativos negociados no mercado. O *portfolio* de mercado será portanto uma carteira que contém todos os ativos negociados no mercado. De certa forma, este será o *portfolio* mais diversificado pois conterà uma pequena parcela de cada um dos ativos negociados no mercado.

¹ citado em DAMODARAM, 2000

Segundo o CAPM, para a composição de uma carteira, o investidor deve assumir a relação descrita abaixo:

$$E[R_i] = R_f + \beta_i (E[R_M] - R_f)$$

onde:

$E[R_i]$ = retorno esperado do ativo i ;

R_f = taxa livre de risco ;

$E[R_M]$ = retorno esperado sobre a carteira de mercado ;

β_i = beta do ativo i

Desta forma, o CAPM utiliza os conceitos de risco diversificável e risco não-diversificável para concluir que o fator de risco relevante de um ativo individual é sua contribuição para o risco de um *portfolio* bem diversificado. Na verdade o CAPM parte da premissa de que existe um limitado relacionamento entre os retornos dos ativos e os retornos do mercado. Esse retorno, seja para uma carteira ou para o mercado, consiste em ganhos de capital mais receita de dividendos.

A volatilidade do mercado pode ser tomada como um parâmetro para a avaliação dos graus de risco dos ativos e títulos individuais. De fato, o grau de risco é determinado pela medida da sensibilidade dos retornos de uma carteira em relação aos retornos de mercado. Assim, o CAPM estabelece que a sensibilidade das ações individuais pode ser medida se comparadas a um índice comum, neste caso, o mercado.

A tendência que um ativo possui de subir ou cair com o mercado se reflete em seu Coeficiente Beta (β) que representa uma medida de variação dos retornos de um dado ativo em relação a um índice de mercado definido.

O Coeficiente Beta (β) constitui um elemento fundamental do CAPM no qual significa a medida relativa do risco não-diversificável associado aos retornos de um *portfolio* com

relação ao retorno do índice do mercado. De fato, o mercado é um padrão para a obtenção do que é conhecido como risco não-diversificável.

O modelo parte da taxa livre de risco e, então, adiciona o prêmio pelo risco, que consiste no retorno médio do mercado menos a taxa livre de risco e multiplicado pelo índice do risco não-diversificável do título, ou seja, o beta.

A composição do *portfolio* individual de um sujeito dependerá da estratégia de mercado que for adotada. Na realidade, a tomada de decisão quanto ao investimento está vinculada ao nível de risco que se está disposto a suportar. De fato, o nível aceitável de risco é o que separa o poupador do investidor. Assim, da escolha individual da taxa de risco admissível dependerá a parcela do capital que será investido em cada um dos mercados encontrando assim o ponto ótimo sobre a fronteira eficiente em que residirá o *portfolio*. É relevante ressaltar que o nível da taxa de juros afeta todos investimentos e conseqüentemente a decisão do investidor. Assim, visando avaliar os efeitos provocados pelos ativos livres de risco na decisão do investidor, precisamos analisar a volatilidade da taxa de juros básica que remunera estes ativos e que é controlada pelo Banco Central mediante a administração de uma Política Monetária.

No Brasil, a primeira metade do ano de 1994 fora marcada pelo processo de transição que antecedeu a reforma monetária que viria a frear o então elevado e persistente índice inflacionário. Esta fase foi marcada pela segregação das funções da moeda em que a moeda vigente, o Cruzeiro Real, continuaria sendo o meio de pagamento da sociedade brasileira, porém, a Unidade Real de Valor (URV) passaria a ser adotada como unidade de conta. Na realidade houve a total indexação econômica pois todos os preços, valores nominais de contratos e taxa de câmbio foram fixados em URV. Este índice era, porém, diariamente reajustado na moeda corrente até que fosse possível reunificar ambas funções em uma única moeda.

A partir da reforma monetária o arranjo cambial flutuante foi adotado e, na primeira fase, não haviam intervenções do BACEN. Este regime cambial e a taxa de juros elevada que era praticada favoreceram a credibilidade do novo Plano Econômico. Na realidade, a combinação destas providências tendia à valorização cambial o que, conseqüentemente, fazia o índice inflacionário decrescer vertiginosamente levando à boa aceitação do Real.

A escolha pelo câmbio flutuante era tida como a melhor alternativa pois a queda do índice inflacionário causaria um desequilíbrio no mercado de moeda pela aceleração da demanda. A compensação viria pela expansão da base monetária que poderia ou não reduzir o estoque da dívida pública, porém havia a inexistência de uma reforma fiscal. De fato, sob o arranjo flexível, o governo poderia manter suas reservas e a expansão monetária estaria diretamente vinculada à recompra de títulos da dívida o que provocava a redução do estoque da dívida e minimizava a necessidade de financiamento do setor.

As perdas nas reservas cambiais a partir do segundo trimestre de 1995 exigiram uma elevação da taxa de juros que promoveu a impossibilidade de manter o arranjo cambial vigente – a flutuação. Assim, o BACEN passou a intervir nas práticas cambiais realizando uma correção prefixada da taxa.

Neste período, o BACEN passou a praticar um regime informal de bandas cambiais em virtude dos sobressaltos observados sobre as contas correntes e passou então a interferir na demanda por moeda internacional.

Ainda em 1995, a política cambial foi modificada para um regime oficial de bandas cambiais, porém a margem de flutuação era muito estreita o que na prática caracterizava um regime de câmbio fixo pois a flutuação de fato era ínfima.

A conduta do BACEN diante do câmbio causou incertezas no mercado gerando instabilidade no fluxo de capitais. A providência seguinte foi promover uma ligeira expansão

da margem de flutuação da banda cambial, porém a alteração somente aconteceria no teto da faixa o que suscitou a desconfiança sobre uma provável desvalorização da moeda nacional.

A crise mexicana e os desencontros da política causaram a fuga de capital internacional do Brasil. Para contornar o problema, a taxa de juros de curto prazo foi elevada na tentativa de reverter este fluxo de capital, ou seja, a intenção era tornar o país atrativo para o investimento externo. Esta medida causou a desaceleração da atividade econômica e a elevação dos custos da dívida pública. Na realidade o que houve foi que, a partir deste momento, toda a potencialização econômica gerada pela reforma monetária de 1994 retrocedeu obrigando a redução das taxas reais de juros e conseqüentemente o país perdia a capacidade atrativa para o capital externo. A economia passou a recuperar-se paulatinamente alcançando inclusive modestos níveis de crescimento.

Com a reversão do fluxo de capitais a partir do terceiro trimestre de 1995 e durante o ano de 1996, a taxa de juros persiste em queda chegando a 26% ao ano. Houve ainda certa expansão monetária e a implementação da CPMF em janeiro de 1997 reduziu a rentabilidade dos fundos de curto prazo (RACY, 1998, p. 79/80).

A relativa estabilidade encontrada durou até o ataque especulativo de 1998 que exigiu do governo brasileiro uma elevação da taxa de juros básica com o intuito de manter a credibilidade do país no mercado internacional o que estancou a saída de capital estrangeiro e iniciou a recuperação das reservas.

No entanto, a economia não suportaria altas taxas de juros por muito tempo pois estas somente podem ser mantidas a custo da elevação do estoque da dívida e de profunda recessão (PASTORE; PINOTTI, 1999, p. 35). Ao longo deste ano as reservas se restabeleceram porém a incerteza sobre a capacidade da economia em suportar ataques especulativos mantinha-se incógnita.

Até 1998, o BACEN vinha conseguindo orientar o comportamento da taxa de câmbio, com previsíveis desvalorizações indicadas pelos intervalos da banda cambial. No entanto, a partir do início de 1999, as especulações sobre revisão do acordo com o FMI, por conta de substancial queda nas reservas cambiais nos meses anteriores, foi reforçada pela declaração formal de moratória, por noventa dias, do governo de Minas Gerais.

Neste cenário, o governo modifica novamente a política econômica e, desta vez, modifica o arranjo cambial que, até então, era tido como o principal fator de sustentabilidade da estabilidade. A desvalorização seria brusca e a intervenção foi inevitável. Apesar de severas perdas nas reservas internacionais, o governo ainda sustentou a política intervencionista sobre o câmbio durante um período.

No segundo trimestre de 1999, houveram sensíveis melhoras na liquidez de divisas e a taxa de câmbio mostrou-se mais estável. O Brasil começou a dar alguns sinais de recuperação e paulatinamente melhoravam as perspectivas. Ainda nesta fase a taxa básica de juros começa a baixar.

Com o início da crise argentina, a sustentabilidade do câmbio passa a ser questionada e durante o ano de 2000 a gestão da política monetária passa por um processo de consolidação.

A crise argentina afetou menos a economia brasileira do que se julgava pelas expectativas iniciais, contudo a sucessão de eventos decorrentes da crise mexicana e a desaceleração da economia norte-americana promoveram a redução dos investimentos internacionais nos países emergentes ao longo de 2001 (SILVA, 2003, p. 08). Nesta fase, a proposta de metas de inflação na manutenção da política econômica auxilia a afugentar uma nova onda de expectativas inflacionárias.

Uma análise empírica da exclusividade de investimentos no Mercado de Capitais e nos ativos livres de risco é possível. Esta análise dependerá diretamente da *proxy* para o *portfolio*

de mercado. Um dos índices que constitui uma aproximação confiável e representa o comportamento médio das principais ações transacionadas é o índice Ibovespa. Em termos práticos, o Ibovespa é o valor atual de uma carteira teórica de ações, cujas ponderações são determinadas por critérios de negociabilidade reavaliadas trimestralmente. Este índice de mercado será confrontado com a taxa de juros que remunera os ativos livres de risco – a SELIC, a fim de testar a hipótese de mútua exclusividade dos investimentos.

A expectativa é que as correlações das variáveis no período apresentado seja negativo, o que sugeriria a exclusividade dos investimentos uma vez que os ciclos de volatilidade seriam opostos.

A política monetária fora restritiva o que promove a elevação da taxa de juros para pleno restabelecimento da economia, considerando os regimes cambiais adotados e caracterizando a mobilidade do capital. Assim, um coeficiente de correlação negativo sugere esta exclusividade.

Em virtude da implantação do Plano Real, com a troca do meio de pagamento do Cruzeiro Real para o Real, a média da remuneração da taxa Selic caiu de 13.532,64% a.a. em Junho de 1994 para 122,00% a.a. em Julho do mesmo ano e novamente para 56,46% em Agosto. Esta variação desloca a média da série ao mesmo tempo que não causa impactos imediatos no índice de mercado. Por sua vez, a série do Ibovespa possui uma ruptura entre Fevereiro e Março de 1997 em virtude do ataque especulativo a Hong Kong em que os países emergentes sofreram com o descrédito do investidor internacional e conseqüente fuga de capital. Nesta mesma época, o risco Brasil atingia níveis alarmantes e a saída encontrada pelo governo foi uma abrupta elevação da taxa de juros que estancasse o problema. Para efeito de cálculo as séries foram divididas entre Fevereiro e Março de 1997.

Uma breve visualização na matriz de correlação das variáveis corrobora a expectativa de uma relação inversa entre o nível da taxa de juros e os investimentos, ou ainda, negociações, no mercado de risco.

Tabela 1: Matriz de Correlação – Ibovespa e Selic (1992-1997)

	SELIC	IBOVESPA
SELIC	1.000000	-0.419381
IBOVESPA	-0.419381	1.000000

Fonte: Banco Central do Brasil ap. E-views

Tabela 2: Matriz de Correlação – Ibovespa e Selic (1997-2003)

	SELIC	IBOVESPA
SELIC	1.000000	-0.567443
IBOVESPA	-0.567443	1.000000

Fonte: Banco Central do Brasil ap. E-views

Uma hipótese que pode ser considerada à luz desta dependência é o fator causalidade, ou seja, pode ser possível uma relação de causa e efeito entre a Selic e o Ibovespa. Em termos práticos, pode-se testar estatisticamente se o Ibovespa causa a Selic, se a Selic causa o Ibovespa ou se há mutua causalidade entre elas quando ambas as variáveis tiverem defasagens temporais entre si que alimentem as observações posteriores uma da outra.

O teste proposto por Granger supõe, então, que as defasagens temporais das variáveis sejam suficientes para a previsão delas e consiste na solução das seguintes regressões²:

Equação 1: Regressão (1)

$$Ibovespa_t = \beta_0 + \beta_1 Ibovespa_{t-1} + \beta_2 Ibovespa_{t-2} + \beta_3 Ibovespa_{t-3} + \beta_4 Ibovespa_{t-4} + \beta_5 Ibovespa_{t-5} + \beta_6 Ibovespa_{t-6} + \beta_7 Selic_{t-1} + \beta_8 Selic_{t-2} + \beta_9 Selic_{t-3} + \beta_{10} Selic_{t-4} + \beta_{11} Selic_{t-5} + \beta_{12} Selic_{t-6} + \varepsilon_{1t}$$

Equação 2: Regressão (2)

$$Selic_t = \beta_0 + \beta_1 Selic_{t-1} + \beta_2 Selic_{t-2} + \beta_3 Selic_{t-3} + \beta_4 Selic_{t-4} + \beta_5 Selic_{t-5} + \beta_6 Selic_{t-6} + \beta_7 Ibovespa_{t-1} + \beta_8 Ibovespa_{t-2} + \beta_9 Ibovespa_{t-3} + \beta_{10} Ibovespa_{t-4} + \beta_{11} Ibovespa_{t-5} + \beta_{12} Ibovespa_{t-6} + \varepsilon_{2t}$$

² Para um lag de seis períodos nesta regressão foi considerada a condição de autocorrelação das variáveis. O teste supõe que os erros em ambas as regressões não sejam correlacionados.

Aplicando as regressões (1) e (2) nos conjuntos de dados obtiveram-se resultados extremamente impermanentes e conflitantes. Na realidade, tal inconstância nos resultados se deve à sensibilidade do teste ao número de defasagens utilizados no teste. Segundo Gujarati (2000, p. 625), é recomendada a utilização de *lags* maiores. Contudo, para a série analisada, não obteve-se êxito nesta apreciação. Uma das causas prováveis da inconsistência no teste de causalidade são as quebras nas séries. Entretanto, a visualização desta causalidade é possível por uma Regressão Linear Múltipla.

Equação 3: O Modelo de Regressão

$$Ibovespa = \beta_0 + \beta_1 Selic + \beta_2 Selic_{t-1} + \beta_3 Dumibv + \beta_4 \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t$$

Tabela 3: Resultados da Regressão

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	51847.60	5353.038	9.685640	0.0000
SELIC	-1.821876	0.927297	-1.964718	0.0516
SELIC(-1)	-1.622019	0.537157	-3.019640	0.0030
DUMIBV	-41448.26	6396.191	-6.480147	0.0000
AR(1)	0.599419	0.147983	4.050604	0.0001
R-squared	0.772547	Mean dependent var		25105.50
Adjusted R-squared	0.765602	S.D. dependent var		19326.41
S.E. of regression	9356.809	Akaike info criterion		21.16167
Sum squared resid	1.15E+10	Schwarz criterion		21.26875
Log likelihood	-1433.993	F-statistic		111.2361
Durbin-Watson stat	2.117479	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.60			

Fonte: Banco Central do Brasil ap. E-views

Pela análise dos resultados da Regressão Linear observamos que, com 5% de significância no modelo, todos os parâmetros são estatisticamente não-nulos o que remete à idéia de que todas as variáveis possuem interferência nos resultados. O modelo tem alta significância como um todo tal como aponta a estatística F e sua probabilidade.

O modelo possui, ainda, um bom índice R², o que expressa que 77,25% da volatilidade do Ibovespa foi captado pelo conjunto de variáveis exógenas escolhido. A auto-correlação dos resíduos pode ser descartada uma vez que a estatística Durbin-Watson é 2,12 aproximadamente o que determina uma auto-correlação residual tendendo a zero. Entretanto, apesar do acerto da heterocedasticidade pelo estimador de White, os resíduos do modelo não são homocedásticos, provavelmente em virtude da oscilação do Ibovespa nos primeiros anos da série.

Contudo, a análise mais relevante é sobre os parâmetros da Taxa Selic e de sua primeira defasagem. Nesta análise verifica-se que os sinais dos parâmetros – ambos negativos – atendem às expectativas de relação negativa entre as variáveis. Outro ponto importante é que a primeira defasagem da taxa de juros corrobora a hipótese de causalidade, no sentido de antecedência temporal, entre os índices já que o valor do Ibovespa em “t” pode ser explicado pela Taxa Selic do período “t-1”. Assim, presume-se a ocorrência primeira de variação na Selic e conseqüentemente a alteração do Ibovespa de forma contrária.

Estes resultados corroboram a hipótese de que a decisão dos agentes em um determinado investimento dependerá do nível da taxa de juros da economia para compor o melhor *portfolio* de investimentos.

Uma política monetária restritiva mantém elevados os níveis da taxa de juros e conseqüentemente direciona os investimentos para os ativos livres de risco. Em contrapartida observa-se o declínio dos investimentos no Mercado de Capitais.

Além deste, outro fator relevante é que a variação da taxa de juros causa um efeito defasado no mercado de capitais, mas que de certa forma deixa maior a previsibilidade deste mercado. Um risco calculado e que diante das perspectivas observadas na taxa de juros prediz perda no investimento e não ganho, deteriorando ainda mais o investimento de risco.

Se, por um lado, os ganhos prováveis são elevados em virtude do prêmio pelo risco, por outro a motivação para o investimento não existe uma vez que a remuneração é maior e livre de qualquer intempérie no Mercado de Títulos Públicos Federais. Desta forma é mais prudente ao investidor não aplicar o capital próprio no Mercado de Capitais.

Na realidade, o Brasil poderia contar com crescimentos econômicos mais expressivos e sustentados do que aqueles realizados, pois a experiência internacional atesta que Mercado de Capitais eficiente promove crescimento econômico e competitividade internacional. Contudo, esta expansão dependerá da política de juros adotada, pois os níveis apresentados atualmente comprometem a opção por este tipo de investimento.

6 – Referências Bibliográficas

- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos** : Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro** : Produtos e Serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.
- FRAISSE, Jean Oliver. **Administração do risco de uma carteira de ações** *in* Artigo Técnico, BM&F
- GARCIA, Márcio G. P. **Política Monetária e Cambial** : algumas lições do Período 1991 – 1994. Revista de Estudos Econômicos, São Paulo, Vol. 25, n. 3, p. 329-353, set. – dez. 1995.
- GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. **Inflação e Estabilização** : algumas lições da experiência brasileira. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, Vol. 53, n. 01, p. 03-40, jan. – mar. 1999

PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS **O Mercado de Capitais como Instrumento do Desenvolvimento Econômico.** Documento do consenso firmado pelo Grupo de Trabalho composto por integrantes da Candidatura Lula e representantes da BOVESPA e demais entidades subscritoras. Mimio, 2002

RACY, José Caio. **Um modelo alternativo para a condução da política cambial no plano real.** 1998. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 1998.

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN, Felipe B. **Macroeconomia,** São Paulo: Makron Books, 1998.

SILVA, Roseli da. **Estabilidade Econômica e Metas de Inflação :** Uma avaliação do caso brasileiro 2002. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira.** São Paulo: Makron Books, 2000.