



O dinheiro desconhece a emoção

por Ângela Bittencourt, de São Paulo

Um cheque de US\$ 50 bilhões descontado na boca do caixa poderia comprar o Brasil. No mundo da ficção, o saque poderia assegurar ao comprador a principal expressão do setor produtivo do País pelo seu valor de mercado.

Essa liquidação de ativos atrai o olhar dos investidores estrangeiros, que descobriam com a ajuda de especialistas brasileiros uma nova leitura do País: a da crônica econômica, que navega sobre picos e vales dos principais índices das bolsas de valores e já alimenta o consenso de que a identidade do timoneiro importa menos do que a bússola e o seu norte.

Percurso se repetem com ofuscante clareza. No início dos anos 70, o crescimento disparado da economia — fruto da política herdada da competência dos ministros Octávio Bulhões e Roberto Campos — elevou o mercado acionário a um primeiro histórico momento de valorização.

No início dos anos 80, os índices percorriam a mesma escala otimista temperada de saborosos lucros, com o acerto externo que seguiu a crise cambial de 1982, a despeito das sete cartas de intenção formalizadas pelo Brasil junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), sem o devido cumprimento dos ajustes domésticos.

Desde 1986 — quando foi acionada a primeira tentativa de estabilização da economia brasileira com o Plano Cruzado — a trajetória de alta mais prolongada dos índices das bolsas de valores foi observada de maio de 1991 a maio de 1992.

A posse do ministro Márcio Marques Moreira, na Pasta da Economia, e o bem-sucedido trânsito junto ao setor externo — viabilizando um novo acordo com os credores e apenas uma carta de intenção ainda não cumprida — proporcionaram ao mercado o fôlego certo, que sancionou a valorização de 300% do Índice Bovespa.

Metade desse ganho real foi devolvida desde maio, com a crise política, que desemboca no processo de "impeachment" do presidente. Esse ponto nevrálgico começa a ser anestesiado, contudo, porque a economia brasileira é mais que um dado de contabilidade.

"Reflexo preciso da qualidade da economia, o mercado acionário faz do futuro seu tempo presente", observa João Máscolo, diretor do Insti-

tuto Brasileiro de Mercado de Capitais e responsável pela área de investimentos do Banco Sul América.

Contaminação a favor

Ao perseguir a abertura de mercado, a chamada modernização, a renegociação da fatura com os credores internacionais e brindar a sociedade com a perspectiva de um ajuste fiscal duradouro, o governo contaminou positivamente o valor das empresas.

"De 1988 a 1990, a relação média de preço e lucro das empresas negociadas em bolsa variou de 4,9 a 6,0. Em 1991, a expectativa de ajustes macroeconômicos bem-sucedidos elevou essa relação a 11,4. O preço das ações das empresas não caiu na mesma proporção dos lucros", explica Ana Carolina Aidar, diretora adjunta de mercado de capitais do BBA Creditanstalt.

No México, a relação preço/lucro dobrou de 1988 para 1989, quando o valor médio atingiu 8,88. Em 1990 subiu a 11,3 e em 1991 a 14,0.

O Brasil mostra sua fragilidade diante do vizinho, porém, no valor contábil das empresas, claramente favorecidas pela estabilidade econômica.

O valor contábil ("book value") tem um ajuste progressivo no México, passando de 0,67 em 1988 para 0,91 nos dois anos seguintes e a 2,00 no ano passado. O valor médio das empresas no Brasil abandona 0,55 de 1988 para atingir 0,76 em 1989 e fechar 1991 a 0,58 somente.

Se, de um lado, a força do mercado alimenta a expectativa de que o País tem jeito, de outro a recessão profunda e o estrago patrocinado por uma crônica elevação de preços dizem que há algo errado nas contas nacionais.

A economia resiste galhardamente à inflação mensal superior a 20% há um ano. É poderosa e capaz de reações tão rápidas, que se mostra como alternativa possível ao esgotamento dos promissores, mas limitados, países vizinhos.

O Brasil, que briga pela ética na política, precisa de uma revisão urgente em questões econômicas básicas. O bom senso não permite imaginar ser possível viver sem risco num país que alinhavou inflação de quase 12.000% em dois anos e meio de governo, após a mais ousada reforma monetária de sua história e que bombeou parte da recessão para fases rápidas de crescimento.

É impensável perder a oportunidade de abocanhar o capital em ariscado trânsito pelo mundo, pensa o mercado, pois, mesmo com seus tropeços, o Brasil tem uma expressão de relevância indiscutível e que se sobrepõe a estatísticas gritantes.

No período de 1986 a 1991, o Brasil se tornou destaque absoluto entre os países emergentes com inflação acumulada em 14.411.900%. Entre os vizinhos latinos, a Argentina era o concorrente mais próximo, mas fíctício, com inflação de 4.061.900%. O México apresentou preços acumulados em 1.623,8%, o Chile, 195%, e a distante Índia, 70,5%.

O "ranking" das cinquenta principais ações por valor de mercado, elaborado pela gigante corretora japonesa Nomura, em maio deste ano, revela que cinco mercados emergentes — Brasil, México, Chile, Argentina e Venezuela — têm um preço: U\$ 131,13 bilhões.

O Brasil, sozinho, é dono de uma fatia generosa de 37,6%, ou US\$ 49,3 bilhões. Os números impressionam porque envolvem, no caso do Brasil, parcelas substantivas do patrimônio nacional e de peso internacional, como Companhia Vale do Rio Doce, Petrobrás, Eletrobrás, Telebrás, Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Brahma.

A dimensão do investidor

Uma renomada corrente de especialistas vai além da muralha dos P/L ou da contabilidade fria e procura dar ao mercado a dimensão precisa do investidor financeiro.

"As cifras pouco significam. É um equívoco acreditar que preço de mercado abaixo do valor patrimo-

nial garante a expansão do mercado de capitais. Um investidor não compra tijolos ou máquinas. Ele compra rentabilidade. No Brasil, a rentabilidade das empresas é insatisfatória e a possibilidade de o mercado acionário se transformar em mecanismo de alavancagem das empresas para garantir investimentos esbarra em frustrações macroeconômicas", pondera Roberto Teixeira da Costa, presidente da Brasilpar.

Ele insiste que há um desapontamento com as expectativas, acalantadas no ano passado, de que a política gradualista de ajuste da economia traria resultados.

"A política teve um peso importante para certa decepção. No entanto, é preciso reconhecer que as empresas fizeram grandes ajustes no Brasil, talvez até maiores do que em outros países. O risco que se apresenta é a própria constatação de que elas jogaram pesado na perspectiva de melhoria do mercado interno, tornando-se dependentes da reativação da economia."

Teixeira da Costa destaca a importância dos bons resultados para a evolução do mercado e seu papel na alavancagem de capital e compara o México e o Brasil. O relatório do JP Morgan mostra que de dez ações mexicanas de destaque, dez apresentam lucro. Cinco entre dez ações de empresas brasileiras carregam prejuízos.

De fato, o País despencou no vermelho. Os balanços de 1991 confirmam que o conjunto de cinquenta empresas estatais teve o prejuízo consolidado reduzido em 46,4%, caindo a US\$ 3,16 bilhões.

O universo recheado por quinhentas empresas privadas saiu de um lucro de US\$ 575 milhões em 1990, mergulhando numa perda coletiva de US\$ 2,57 bilhões no ano passado, de acordo com as "500 Melhores e Maiores" da Revista Exame.

Impressionantes, de novo, os números confirmam, porém, o que poderia ser visto como opção contraditória traduzida no elevado índice de concentração de negócios, no pregão

das bolsas brasileiras: a ostensiva preferência dos investidores pelas empresas estatais.

Sozinha, a Telebrás — que despontou timidamente entre as ações mais negociadas em 1990 na Bolsa de Valores de São Paulo — é responsável, atualmente, por mais de 65% do volume total. Em pareceria com a estatal brasileira de telefonia, a Petrobrás, a Vale do Rio Doce, a Eletrobrás e a Telesp fechavam o time "Brás" que dominava, na semana passada, 80% do pregão paulista. Tímida, como a Telebrás, há dois anos, desponta a ex-estatal Usiminas entre as mais negociadas.

Teixeira da Costa é objetivo: "As estatais são favorecidas porque asseguram liquidez. Como no Brasil existe um componente especulativo muito forte, devido à imprevisibilidade, a liquidez tem destacada importância."

Mais recentemente, essa característica foi agravada porque o investidor estrangeiro, que não conhece o mercado, mas conhece as companhias, procura se concentrar sobre os setores que ele melhor domina. Aposto que mais de 70% do capital externo que veio para as bolsas está aplicado em telefonia."

Carlos Guedes Valente, diretor de investimentos do Banco da Bahia Investimentos, confirma a preferência dos estrangeiros por Telebrás, por exemplo. "A preferência vem do fato de o setor de telecomunicações se transformar num papel muito atraente no mundo todo. Qualquer país que pretenda se modernizar passa por investimentos em telecomunicações. A Telebrás, particularmente, tem duas características importantes: a fundamentalista, que trata da perspectiva de melhor resultado para a própria empresa, além da expectativa com a privatização e venda de serviços."

O efeito da privatização

A privatização pode ser decisiva para a abertura do mercado de capitais, na opinião de Teixeira da Cos-

ta. Especialista no assunto, Ana Carolina Aidar, do BBA Creditanstalt, lembra que a privatização precisa da bolsa. "Um dos mecanismos usados para compensar os investimentos feitos na compra das estatais é a venda de ativos via ações. Mas é necessário uma bolsa com volume suficiente para dar liquidez a esses ativos. Na privatização, a bolsa é importante na ida e na volta. Na ida, porque ela patrocina a transparência dos leilões. Na volta, porque pode ajudar a compensar os investimentos."

Uma bolsa não se constrói de qualquer maneira, porém. Algumas condições básicas de mercado são imprescindíveis para garantir sua existência. "As bolsas brasileiras não mostram pulverização", diz Maria Cecília Mendia, diretora da Corretora Souza Barros. "A bolsa não exerce sua função primordial de captação de dinheiro mais barato para as empresas, até porque a Lei das S.A. e a fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não forçam a prática de uma política coerente de distribuição de dividendos."

Maria Cecília lembra que, em 1991, um elenco de 139 empresas negociadas na bolsa paulista não pagou dividendos aos acionistas e apenas 28 ações, de 350 mais negociadas, se destacaram pelo pagamento.

Teixeira da Costa reconhece que a inserção do Brasil no mercado mundial de valores mobiliários é irreversível e é certamente uma das mais importantes razões para explicar o comportamento recente dos fluxos de capitais, na medida em que essa abertura se consolida. "Não deve haver retrocesso nesse processo e os agentes de mercado vão forçar a aceleração de sua implementação nessa nova realidade. Creio que evoluímos bastante no contexto de internacionalização, mas não fizemos todo o nosso dever de casa."

Para este executivo, o mercado brasileiro conseguiu, de fato, superar algumas barreiras e está caminhando na direção correta, mas ainda existe muito por fazer para o aperfeiçoamento das estruturas.

Teixeira da Costa destaca alguns pontos, que precisamos, na sua opinião, de atenção particular do mercado:

- A concentração elevada, com poucos investidores de peso atuando de um lado e com forte concentração de ações de alta liquidez, situação que não oferece precondição de um mercado saudável que possa atrair capitais mais estáveis para o futuro.

- A necessidade de fortalecimento da CVM no seu poder regulatório e de fiscalização, uma vez que a continuidade da entrada de capital estrangeiro vai depender da transparência e lisura das operações de mercado.

- Estímulo à auto-regulação, com a criação de uma associação independente que venha a centralizar os códigos de ética e padrões de conduta profissional de todos aqueles que têm como responsabilidade a gestão de recursos de terceiros e que, lidando com informações confidenciais, não podem e não devem utilizá-las em seu próprio benefício.

- A necessidade de estimular as empresas a utilizar ações com direito a voto na captação de recursos de terceiros, fato que, se confirmado, poderia alavancar vigorosamente o mercado. Teixeira da Costa lembra que nos países vizinhos quase a totalidade das ações negociadas em bolsa são votantes e dá números: nas bolsas de Buenos Aires, o total votante é de 85%; Santiago, 90%; México, 100%; e Montevideu, quase 100%.

- Estímulo à abertura com a equiparação fiscal de dividendos distribuídos pelas sociedades de capital aberto às despesas financeiras que essas empresas tenham quando remunerarem o serviço de sua dívida.