

O Mercado de Ações no Brasil antes do Índice Bovespa

(The Brazilian Stock Market in the Pre-Ibovespa Era)

Antonio Zoratto Sanvicente*

Resumo

O trabalho descreve a disponibilidade de índices de mercado de ações e títulos públicos de renda fixa no período de 1950 a 1967, antes da criação do Ibovespa. Retornos nominais mensais são calculados, levando à determinação do prêmio histórico por risco de mercado, chegando-se à média mensal de 1,86% ao mês, contra 1,65% ao mês no período de janeiro de 1968 a outubro de 2013. Os retornos dos dois segmentos são, a seguir, ajustados pela variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI). É constatado que, no período anterior a janeiro de 1968, os dois tipos de ativo não protegeram o investidor contra a inflação. A principal contribuição deste estudo, porém, é o fornecimento de acesso público a arquivo contendo as séries de valores dos dois tipos de índices, acrescentando mais de 17 anos de dados às séries básicas utilizadas na análise do mercado brasileiro de capitais.

Palavras-chave: índices de mercado de títulos no Brasil; retornos nominais; prêmio histórico por risco de mercado; média S-N.

Códigos JEL: G12; G19.

Abstract

The paper reports the availability of equity market and government bond indices for the 1950-1967 period in Brazil, before the introduction of the Bovespa index. Nominal monthly returns are computed, and the historical market risk premium is determined. A 1.86% monthly average is obtained, which compares to 1.69% per month for the period from January, 1968 to October, 2013. The rates of return of both market segments are then adjusted for the change in the General Price Index – Domestic Availability (IGP-DI). It is observed that neither stocks nor government bonds provided sufficient protection against inflation. The paper's main contribution to the literature, however, is the creation of the two index series, adding over 17 years of data to the information commonly used in the analysis of Brazilian capital markets.

Submetido em 12 de dezembro de 2013. Reformulado em 23 de dezembro de 2013. Aceito em 26 de dezembro de 2013. Publicado on-line em 2 de junho de 2014. Artigo convidado. Editor responsável: Ricardo P. C. Leal.

*Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. E-mail: sanvic@insper.edu.br

Keywords: Brazilian securities markets indices; holding period returns; historical equity risk premium; S-N average.

1. Introdução

Este documento relata o processo de coleta de índices de mercado de ações e títulos públicos no Brasil, no período de maio de 1950 a dezembro de 1967. Esse período se encerra com o início do cálculo do Índice Bovespa na Bolsa de Valores de São Paulo. Para um relato do processo de criação do Ibovespa, bem como informações sobre a primeira carteira teórica construída, ver Paula Leite & Sanvicente (1994). Também é descrito o cálculo de variações mensais (retornos) dos índices em questão. Os dois índices são comparados diretamente, como forma de estimar o prêmio por risco histórico (*historical equity risk premium*) do período. O desempenho dos índices também é comparado à inflação mensal medida pela variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI). Inicialmente, porém, relata-se o procedimento de obtenção de dados que estavam perdidos à vista de todos nós.

2. Índices Utilizados

Em novembro de 1947, a Fundação Getúlio Vargas iniciou a publicação da revista Conjuntura Econômica. O primeiro número do que era chamado de “boletim mensal”, organizado pelo Centro de Análise da Conjuntura Econômica do Núcleo de Economia da Fundação Getúlio Vargas, foi aberto com página assinada pelo Professor Eugênio Gudín, com o título “Os Índices da Conjuntura Econômica”:¹

- “As incertezas do mundo do após-guerra tornam mais necessária do que nunca a observação contínua e vigilante da conjuntura econômica nacional e internacional...”
- “A finalidade deste Boletim é essencialmente prática, porque êle pretende, apenas, oferecer aos interessados informações imediatas, gerais e sucintas sobre a conjuntura econômica.”

Já nessa primeira edição, Conjuntura Econômica apresenta, numa das tabelas de índices de preços, por sinal, no mesmo grupo em que figuravam

¹Mantendo-se a acentuação de acordo com a ortografia da época da publicação, sempre que é transcrito texto original.

preços por atacado, gêneros alimentícios no varejo, custo da vida, e salários na indústria, dois índices de preços de títulos: Públicos e Particulares. O seu valor base, igual a 100, era a média mensal do ano de 1946, e foram apresentados valores médios mensais para os anos de 1944, 1945, 1946 e 1947. A série mensal era divulgada a partir de fevereiro de 1946. No entanto, como será explicado mais adiante, é somente a partir dos valores de maio de 1950 que podem ser obtidos alguns resultados de certa confiabilidade.

O autor do presente artigo, com o objetivo de anotar as séries que pudessem estar disponíveis, folheou todas as edições da revista até o final de 1967.² Isso lhe permitiu, finalmente, encontrar textos que explicassem como os índices eram construídos.³

2.1 Índice de títulos particulares

No caso do índice de títulos particulares, na edição de junho de 1952, sob o título “Títulos Particulares – Novo Índice”, a Conjuntura Econômica fazia uma correção fundamental, que era a de ajustar as cotações das ações por desdobramentos de capital mediante bonificações de ações aos acionistas. “É claro que, após cada elevação de capital feita por essa forma, a cotação do título tende a baixar, e o índice acompanha esta queda. Mas a realidade é muito diversa: se compararmos o patrimônio mobiliário antes e após a emissão de novas ações, constataremos que êle efetivamente aumentou, sendo assim necessário introduzir um fator corretivo, a fim de evitar uma falsa idéia da evolução do mercado financeiro.” (p. 22)⁴

O índice de títulos particulares acompanhava nessa época o valor de mercado de uma carteira formada por três grupos de ações, numa classifica-

²A coleção está disponível, por exemplo, na biblioteca da FEA-USP.

³Esse tipo de busca produziu resultados até certo ponto surpreendentes. Por exemplo, em novembro de 1948, p. 30-34, topou-se com uma matéria intitulada “A Depressão nas Bôlsas de Valores”. Ela registrava a decepção com o baixo volume de negócios, apesar do fato de que o Decreto-Lei número 9.783, de 6 de setembro de 1946, obrigava a inscrição, em bolsa de valores, de toda e qualquer empresa que fosse organizada sob a forma de sociedade anônima em qualquer ponto do país. Isso seria equivalente a obrigar que todas as sociedades por ações se registrassem na Comissão de Valores Mobiliários, mesmo sem a pretensão de abrir o capital. O referido decreto-lei foi revogado em 1965, pela Lei número 4.728, a chamada “Lei do Mercado de Capitais”. Mais comentários são apresentados sobre essa matéria em seção posterior.

⁴Mais adiante, relata-se a criação da Média S-N para o mercado de ações, em 1959. Tem sido alegado que foi o primeiro índice de preços ajustados por bonificações, o que vemos não ser uma alegação correta.

ção análoga à dos ratings de agências de risco de crédito, como Moody's e Standard & Poor's: bancos, indústrias e serviços públicos (*banking, industry e utilities*).

As 16 ações incluídas eram:

- Bancos – Banco do Brasil, Banco Português do Brasil, Banco do Comércio, Banco Mercantil do Rio de Janeiro, Banco da Prefeitura do Distrito Federal.⁵
- Indústrias – Cia. De Tecidos América Fabril, Cia. De Tecidos Nova América, Cia. Progresso Industrial do Brasil, Cia. Têxtil Brasil Industrial, Cia. Siderúrgica Nacional, Cia. Siderúrgica Belgo-Mineira.
- Serviços Públicos – Cia. Fôrça e Luz de Minas Gerais, Cia. Sul Mineira de Eletricidade, Cia. Brasileira de Energia Elétrica, Cia. Paulista de Estradas de Ferro, Cia. Docas de Santos.

Portanto, o Centro de Análise da Conjuntura Econômica passou a ajustar as cotações utilizadas, e refez os números anteriormente apresentados para o período iniciado em 1944. Infelizmente, porém, valores mensais com a nova metodologia só estão disponíveis a partir de maio de 1950. Na nova metodologia, ainda, adotou-se a ponderação das várias ações pelo seu tamanho, medido pelo “valor de mercado do capital social em 31 de dezembro do ano anterior”. (p. 23)

2.2 Índice de títulos públicos

Tal como no caso do índice de títulos particulares, informações sobre a metodologia do índice de títulos públicos só foi aparecer muito após o início do cálculo da série. Especificamente, tal ocorreu na edição de outubro de 1952 (p. 43-44).

Ficamos assim sabendo que a carteira do índice continha títulos do Governo Federal, apólices estaduais e da Prefeitura do Distrito Federal. Mas, “como o mercado das duas últimas classes de títulos é restrito e sujeito a influências locais [sic], pareceu-nos mais acertado manter no novo índice apenas os títulos federais”. (p. 43-44)

Assim, o índice passou a ser constituído por (a) Apólices (uniformizadas e de diversas emissões), que tinham cupom anual de 5%; (b) Obrigações

⁵Lembrando-se aos leitores menos experientes que, naquela época, a capital do país era a cidade do Rio de Janeiro e, portanto, ali era o Distrito Federal.

(do Tesouro Nacional, emitidas em 1930, com cupom de 7%; ferroviárias, com cupom de 7%; de guerra, com cupom de 6%). A julgar pelos valores em circulação em 31 de dezembro de 1945, os títulos com maior participação na carteira eram apólices de diversas emissões a 5%, seguidas de perto pelas obrigações de guerra a 6%. A carteira, que antes era construída com pesos iguais, passou a ser ponderada pelos valores existentes em circulação. Como no caso do índice de títulos particulares, a série foi refeita retroativamente.

O cálculo e a divulgação do índice de títulos públicos se mantiveram até novembro de 1967, e a sua variação é utilizada, adiante, como medida de taxa de retorno livre de risco, dada a natureza do emissor dos títulos contidos na carteira.

2.3 Média S-N

Em dezembro de 1959, sob a supervisão de John Oswin Schroy, na firma Serviço Nacional de Investimentos Ltda. (explicando as iniciais “S-N”), passou a ser calculado um índice de mercado de ações em que os preços eram ajustados por desdobramentos. Ao contrário do alegado em matéria disponível no site *Capital Flow Analysis*, porém, e como vimos acima, não foi este o primeiro índice ajustado por desdobramentos. A carteira inicial era formada por ações de 10 empresas.⁶

A própria Conjuntura Econômica, a partir de certo momento (em 1961, salvo engano), passou a indicar em sua tabela de Índices Econômicos que o Índice de Títulos Particulares era a média S-N, e assim prosseguiu até o final de 1977, mesmo 10 anos após a criação do IBV (Índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro) e do Ibovespa.

⁶A respeito, veja-se http://www.capital-flow-analysis.com/investment-tutorial/case_1q.html. Em maio de 1960, em matéria intitulada “Mercado de Títulos - Progresso e problemas”, a revista aponta que um dos obstáculos era a existência de dificuldades de obtenção de informações financeiras, “porém, uma nova firma, Serviço Nacional de Investimentos Ltda., colocou à disposição dos interessados um serviço de informações sobre investimentos, que inclui um amplo manual com relatórios sobre as diversas ações e debêntures negociadas na Bólsa do Rio de Janeiro e que poderá servir ao progresso neste setor.” (p. 67-68)

3. Artigos sobre Mercados de Títulos

Além dos índices aqui descritos e reportados, a Conjuntura Econômica também acompanhou, durante o período o desempenho geral dos mercados de títulos (em matérias anuais, contidas na edição de retrospecto do ano anterior, sempre no mês de fevereiro); as emissões de capital pelas principais empresas (mensalmente); o resultado anual das sociedades anônimas (anualmente). Tais matérias contêm informação que pode ser bastante útil para muitos trabalhos de análise mais aprofundada sobre a atividade empresarial e o mercado de capitais do país no período.

3.1 Desempenho geral dos mercados de títulos

Nos retrospectos anuais publicados, quase sempre nas edições de fevereiro do ano seguinte, a Conjuntura Econômica incluía um capítulo de “Finanças”. Este capítulo continha informações sobre o movimento nas bolsas de valores, com gráficos de valores dos índices de títulos públicos e privados, bem como uma tabela com dados sobre o volume total de transações. Por exemplo, em 1950 e 1952, conforme a edição de janeiro de 1953, p. 50, vemos que a negociação de títulos particulares em São Paulo havia sido superior à do Rio de Janeiro, mas não em 1951. O mercado de títulos públicos era mais ativo nessa época, e também se observa que a superioridade do mercado de São Paulo era ainda maior nesse segmento (ver Tabelas 1 e 2).

Tabela 1

Movimento das bolsas de valores (em milhões de cruzeiros): títulos particulares

Anos	Rio de Janeiro	São Paulo
1950	349,2	438
1951	522,5	505,7
1952	474	548

Tabela 2

Movimento das bolsas de valores (em milhões de cruzeiros): títulos públicos

Anos	Rio de Janeiro	São Paulo
1950	691,2	1013,4
1951	519,2	1222,7
1952	608,8	705,4

3.2 Resultado anual das sociedades anônimas

Também como parte do retrospecto do setor de Finanças, a revista incluía dados agregados – por unidade da federação e por setor de atividade – tanto do resultado das empresas quanto das emissões de capital, também acompanhadas mensalmente.

Assim, por exemplo, é surpreendente ler, na edição de fevereiro de 1962, referente ao ano de 1961, ano em que “pela primeira vez nos últimos anos, os preços dos títulos nas praças do Rio de Janeiro e de São Paulo refletiram fortemente os efeitos psicológicos da instabilidade política e econômica do Brasil.” (p. 105) Mas, a favor do autor da matéria, constata-se que isso foi considerado “como mais um indício do desenvolvimento do mercado de títulos em nosso país.” (p. 105)⁷

Em 1961 foram feitas emissões de capital no valor total de 178,8 bilhões de cruzeiros, sendo 15,0 bilhões de cruzeiros correspondentes a novas sociedades. O Estado da Guanabara era responsável por praticamente metade das emissões de capital (70,1 bilhões de cruzeiros), ficando São Paulo em segundo lugar, com 48,4 bilhões de cruzeiros. Em termos de setores de atividade, o maior volume de emissões ocorreu na indústria, com 95,7 bilhões de cruzeiros. Entretanto, o ramo mais importante foi o de serviços públicos de eletricidade, com 16,1 bilhões de cruzeiros.

O retrospecto do ano de 1961 também nos informava que existiam, segundo os Diários Oficiais dos Estados, aproximadamente 16 mil sociedades anônimas, das quais 762 haviam sido fundadas em 1961, enquanto 557 haviam se transformado em sociedades anônimas.

A cobertura das atividades das empresas também incluía a divulgação dos resultados das sociedades anônimas. Assim, por exemplo, na edição de fevereiro de 1964, informava-se que, para o total da indústria, lucros de 60,2 bilhões de cruzeiros haviam sido distribuídos, num total de 508,1 bilhões de cruzeiros, perfazendo um índice médio de distribuição de 11,85%.

⁷É que antes disso, como é dito na sequência, o investidor não se interessava muito pelo mercado de títulos, com o que “mudanças na psicologia dos negócios em geral passavam despercebidas.” (p. 105)

3.3 A depressão nas bolsas de valores

Excepcionalmente, a revista publicou matérias com atenção específica ao andamento dos mercados de títulos. Em particular, destaca-se novamente o artigo publicado em novembro de 1948, às pp. 30-34, com o título “A Depressão nas Bolsas de Valores”.⁸

Conforme comentado em nota acima, se expressava certa perplexidade com o fato de que, apesar da obrigatoriedade de registro de todas as sociedades anônimas em alguma bolsa de valores no país, seguia baixo e declinante o volume de transações, “assim como o nível dos preços” (p. 30).⁹

Os números eram os seguintes: a negociação total de títulos privados havia caído de aproximadamente 320 milhões de cruzeiros em 1943 para pouco mais de 205 milhões de cruzeiros em 1946, e encerrara o ano de 1948 em 225 milhões de cruzeiros.

Em 1947, segundo essa matéria, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro era responsável por 50% do volume total de negócios, enquanto a de São Paulo se responsabilizava por 47%. Deve ser lembrado que havia ainda três outras bolsas – Porto Alegre, Recife e Santos – e que em 1948 havia sido criada uma nova bolsa de valores, em Belo Horizonte.

A própria revista se queixava: “quanto ao movimento dos preços, nossos leitores conhecem a tendência à baixa dos índices de títulos públicos e privados que ‘CONJUNTURA ECONÔMICA’ publica regularmente – índices difíceis de elaborar e manter, pois é bastante reduzido o número dos títulos frequentemente cotados e negociados com volume expressivo.” (p. 30)

Quanto aos motivos para a “depressão”, mais perplexidade: tratava-se de um fenômeno “paradoxal”, pois não corresponderia à situação econômica geral ou aos resultados financeiros das companhias “e menos ainda ao desenvolvimento favorável das finanças públicas”.¹⁰

⁸Mencione-se que, na maior parte do período comentado neste documento, as bolsas de valores eram “bolsas oficiais”, e que os corretores eram funcionários públicos, de caráter vitalício. As bolsas eram supervisionadas pelo Ministério da Fazenda, no Distrito Federal, e pelas Secretarias da Fazenda, nos vários Estados.

⁹Segundo a p. 34, essa obrigatoriedade provocou a admissão de quase 3 mil títulos privados na Bolsa do Rio de Janeiro e de 2.800 títulos em São Paulo.

¹⁰Sim, isso já aconteceu, mesmo antes da Lei de Responsabilidade Fiscal...

Poderia ser um reflexo de tendência internacional, mas ocorria de forma mais acentuada no Brasil que em outros países.

Talvez houvesse motivação psicológica: “a preferência de nossos capitalistas (evidentemente, o texto deve estar se referindo aos investidores, e não aos empresários) pelo mercado imobiliário, ou ainda a importância das Bolsas de Mercadorias: em suma, a aversão contra o caráter abstrato da mercadoria negociada na Bolsa de Valores.” (p. 31)

Ou talvez fosse um problema “técnico”, pois o artigo também alegava que o mercado carecia de um segmento de mercado a termo.

4. Resultados

Com os dados mensais coletados para os índices de títulos particulares, títulos públicos e preços pelo conceito de disponibilidade interna (IGP-DI), foram calculados retornos mensais nominais e deflacionados.

Inicialmente, vemos na Figura 1 a representação das séries de retornos nominais dos dois índices, ficando evidente que, até o início da década de 1960, os dois segmentos de mercado apresentavam volatilidades semelhantes. Entretanto, essa relação alterou-se fortemente a partir do primeiro semestre de 1962, e assim se manteve até o final do primeiro semestre de 1965. Pode ser considerado que esse fenômeno tenha tido pelo menos duas explicações: (a) a incerteza política que marcou a maior parte do governo do Presidente João Goulart, até fins de março de 1964, e (b) a incerteza regulatória para os mercados, que começou a se esclarecer com a Lei de Mercado de Capitais em agosto de 1965.

O valor médio histórico do prêmio por risco do índice de títulos particulares alcançou, no período de maio de 1950 a novembro de 1967, o resultado de 1,86% ao mês, equivalendo em termos anualizados a 24,72%. As séries mensais dos índices de títulos particulares, títulos públicos, com o cálculo de retornos mensais nominais e ajustados pelo IGP-DI podem ser obtidas em <http://www.insper.edu.br/indicadores-do-mercado-brasileiro-de-capitais-1950-1967>.

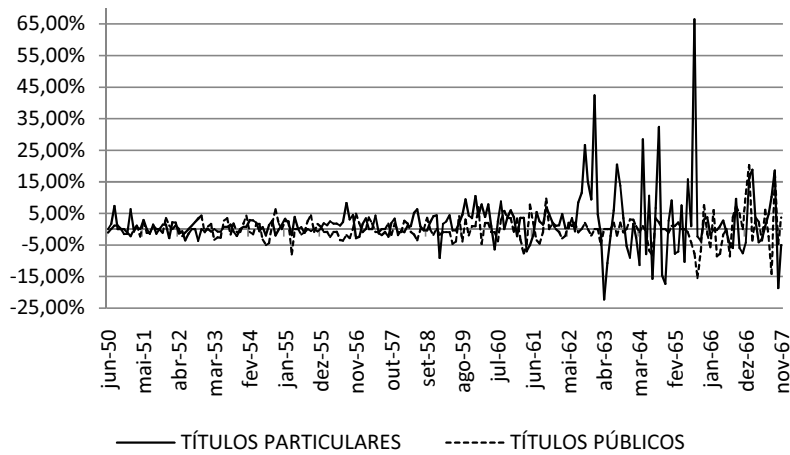


Figura 1

Retornos mensais nominais: títulos particulares e títulos públicos, junho de 1950 a novembro de 1967

Para fins de comparação, calculou-se média semelhante para o período iniciado em janeiro de 1968, quando passou a ser divulgado o Índice Bovespa. Em lugar do índice de títulos públicos, que deixou de ser publicado em novembro de 1967, usou-se a taxa de retorno mensal da caderneta de poupança.¹¹ O prêmio médio histórico foi, portanto, calculado para o período de janeiro de 1968 a outubro de 2013. O resultado é bastante semelhante, com 1,65% ao mês, equivalendo a 21,69% em termos anualizados.

Nota-se ainda que os dois segmentos (títulos particulares e títulos públicos) não superaram a inflação acumulada no período de 1950 a 1967. No caso dos títulos particulares, perdeu-se em média 5,24% ao ano, enquanto que nos títulos públicos a perda foi maior, de 24,00% ao ano, concentrada nos anos iniciais dos governos militares: de abril de 1964 a novembro de 1967 a queda nominal do índice de títulos públicos atingiu 18%, ao mesmo tempo em que a inflação acumulada alcançava 234%.

¹¹Como o rendimento da caderneta de poupança era trimestral até junho de 1983, converteu-se o rendimento de cada trimestre em rendimento mensal proporcional.

A Figura 2, apresentada a seguir, mostra como os dois segmentos do mercado foram instrumentos muito deficientes de proteção contra o processo inflacionário, justificando, pelo menos em tese, o comentário já citado de que os "capitalistas" prefeririam investimentos em imóveis. Particularmente, vê-se como a inflação acabou sendo utilizada como mecanismo de contenção do endividamento público.

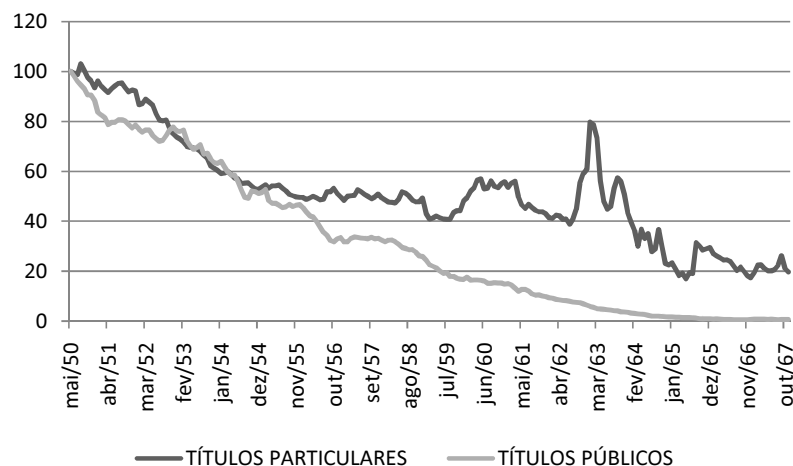


Figura 2

Valores dos índices de títulos particulares e títulos públicos, ajustados pelo IGP-DI (maio de 1950 = 100)

Já no período de 1968 a 2013, o rendimento do mercado de ações superou a inflação, por uma diferença média de 1,65% ao mês; a caderneta de poupança superou a inflação, medida pelo IGP-DI, por uma diferença média de 0,12% ao mês. Em outros trabalhos disponíveis, com foco no desempenho do mercado brasileiro de ações, foram obtidos prêmios de 3,09% ao mês (Machado & Medeiros, 2011), 1,09% ao mês (Málaga & Securato, 2004), e 1,56% ao mês (Santos *et al.*, 2007). As diferenças, evidentemente, são explicadas pelo uso de períodos distintos. Em todos os trabalhos citados, os períodos utilizados são mais curtos do que aquele reportado aqui.

5. Considerações Finais

O propósito principal deste documento foi o de relatar o redescobrimto de uma fonte rica de informações sobre o mercado de ações no

Brasil, num período que o autor do documento imaginava perdido. Pelo menos, ele não tem sido explorado em pesquisas sobre o nosso mercado, e espera-se que a divulgação dos índices históricos facilite, ou pelo menos desperte maior interesse por tais pesquisas.

Pelo menos, agora dispomos de uma estimativa aproximada de prêmio por risco histórico para um período de mais de 60 anos, bem como de informações sobre o desempenho de dois tipos básicos de investimentos e dos mesmos em relação à inflação.

Além disso, como indicado nas referências a matérias sobre resultados e emissões de capital, também há conteúdo que poderia ser utilizado para ampliar o conhecimento de finanças corporativas para o mercado brasileiro.

Referências

- Machado, Márcio A. V., & Medeiros, Otávio R. de. 2011. Modelos de Precificação de Ativos e O Efeito Liquidez: Evidências Empíricas No Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, **9**, 383–412.
- Málaga, Flávio K., & Securato, José R. 2004. *Aplicação Do Modelo de Três Fatores de Fama e French No Mercado Acionário Brasileiro – Um Estudo Empírico Do Período de 1995-2003*. Anais do ENANPAD, Curitiba.
- Paula Leite, Helio, & Sanvicente, Antonio Z. 1994. *Índice Bovespa: Um Padrão Para Os Investimentos Brasileiros*. São Paulo: Atlas.
- Santos, José O. Dos, Famá, Rubens, & Mussa, Adriano. 2007. *A Adição Do Fator Risco Momento Ao Modelo de Precificação de Ativos Dos Três Fatores de Fama e French Aplicado Ao Mercado Acionário Brasileiro*. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.