

JERFFSON ANTONIO BAPTISTA

**O CRESCIMENTO ECONÔMICO, O MERCADO DE AÇÕES E A LIQUIDEZ
MONETÁRIA: AS INTER-RELAÇÕES SOB A PERSPECTIVA KEYNESIANA**

**Artigo apresentado como trabalho de
conclusão do Curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal
do Paraná.**

**Professor Orientador Dr. José Wladimir
Freitas da Fonseca**

CURITIBA

2010

TERMO DE APROVAÇÃO

JERFFSON ANTONIO BAPTISTA

O CRESCIMENTO ECONÔMICO, O MERCADO DE AÇÕES E A LIQUIDEZ
MONETÁRIA: AS INTER-RELAÇÕES SOB A PERSPECTIVA KEYNESIANA

**Artigo aprovado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel no
Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:**


Orientador: Professor Dr. José Wladimir Freitas da Fonseca


Professor Dr. Mauricio Vaz Lobo Bittencourt


Professor Dr. Armando João Dalla Costa

Curitiba, 02 de julho de 2010.

O Crescimento econômico, o mercado de ações e a liquidez monetária: as inter-relações sob a perspectiva Keynesiana

Jerffson Antonio Baptista

RESUMO

Este artigo tem por finalidade verificar a relação entre o nível de crescimento econômico brasileiro e o aumento do número de negócios dos últimos anos na bolsa de valores BM&FBOVESPA. Para tanto, faz um estudo dos seus principais indicadores PIB e IBOVESPA para o período de 2000 a 2009, uma revisão bibliográfica sobre o funcionamento das bolsas de valores e de seu enquadramento como instituição do mercado de capitais, importante fomentador do crescimento econômico nas economias modernas, ao mesmo tempo que evidencia-se que o conceito de liquidez monetária, sob a perspectiva da Teoria Keynesiana exerce fundamental importância, tanto para o funcionamento do mercado de capitais quanto para o crescimento econômico, destacando-se ainda o papel do Governo através das ações de Política Monetária.

Palavras-chave: Crescimento econômico, Bolsas de Valores, Teoria Keynesiana, Liquidez Monetária.

1. INTRODUÇÃO

Na literatura econômica, o crescimento econômico é visto como maneira de trazer riqueza e desenvolvimento a uma região ou país¹. O Brasil passou por uma década de instabilidade externa e interna nos anos 80, o que prejudicou consideravelmente seu crescimento e desenvolvimento econômico, acentuando inclusive os problemas sociais. Após várias tentativas, atingiu-se a estabilidade econômica através do plano real na década de 90 e desde então o Brasil tem procurado retomar o crescimento econômico a um ritmo que lhe permita atingir o desenvolvimento sustentável, gerando riqueza ao país e à sua população.

O indicador mais conhecido para se medir o nível de **crescimento econômico** é o Produto Interno Bruto – **PIB**. Segundo Mankiw (2007, p.502), o PIB “representa o valor de mercado de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região, durante um determinado período de tempo.” Assim, medindo sua variação período a período, chega-se a uma taxa que pode indicar se o rumo da

¹ A discussão sobre crescimento e desenvolvimento econômico é bastante complexa, mas na literatura econômica geralmente convencionou-se que é necessário, porém não é suficiente, o crescimento econômico para se atingir o desenvolvimento econômico.

política econômica está correto, o que permite fazer, se necessário, alterações com o intuito de melhorá-la.

Ao mesmo tempo, as economias mais desenvolvidas tem como uma das características possuírem um bem organizado e ativo **mercado de capitais**, o que possibilita troca entre agentes **emprestadores e tomadores**; as empresas vão em busca de capital para expandir seus negócios e os investidores vão em busca das melhores remunerações de suas poupanças, por exemplo. Dentro desse mercado, temos as **Bolsas de Valores**, que conforme Assaf Neto(2003, p. 247) são “associações civis, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para a realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários”. Entre estes títulos negociados temos as ações, sendo essas, portanto, negociadas rotineiramente nas bolsas de valores.

No Brasil, a bolsa de valores é representada pela BM&FBOVESPA S.A – Bolsa de Mercadorias & Futuros e a Bolsa de Valores de São Paulo. Por sua vez, ela é autorizada a funcionar dentro de normas estipuladas pela CVM, Comissão de Valores Mobiliários, autoridade que visa manter a integridade e transparência dos negócios ali realizados.

De maneira similar ao PIB para o crescimento econômico, a BM&FBOVESPA tem um indicador que mede seu desempenho: é o Índice BM&FBOVESPA, ou **IBOVESPA**. Conforme Assaf Neto(2003), o IBOVESPA é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, sendo composto pelas principais empresas cotadas na BM&FBOVESPA. O índice foi implantado em 1968 e desde então ele vem medindo o comportamento dos principais títulos negociados na bolsa. Assim sendo, a medição do IBOVESPA deve também mostrar o comportamento e o desempenho das principais empresas com ações cotadas na bolsa ao longo do tempo, empresas com efetiva participação na economia real do país, e que portanto, deve manter um estreito vínculo com o desempenho desta.

Aparentemente os dois indicadores, PIB e IBOVESPA, devem estar interrelacionados, pois ambos são indicadores de desempenho econômico ao longo do tempo. Enquanto o PIB revela o que foi produzido em determinado período, o IBOVESPA revela a variação das ações que compõe a carteira da BM&FBOVESPA. Nestes termos, o presente artigo visa analisar o desempenho do PIB e do IBOVESPA e perceber suas evoluções no período de 2000 a 2009 para então

verificar se é possível estabelecer uma relação entre ambos. Assim na segunda seção apresenta-se breve revisão sobre sistema financeiro e funcionamento da BM&FBOVESPA; na terceira seção estuda-se a importância da teoria Keynesiana para compreender como a moeda, a Política Monetária e as Bolsas de Valores ajustam-se no sistema econômico das economias capitalistas; na quarta seção apresentam-se dados dos indicadores de crescimento econômico brasileiro e da BM&FBOVESPA e sua interpretação, e por fim a conclusão sobre a questão do presente artigo.

2. BREVE HISTÓRICO DA BM&FBOVESPA E SEUS PRINCIPAIS TÍTULOS NEGOCIADOS

Um fator fundamental para que as economias se desenvolvam, trazendo melhorias de bem estar para sua população, é de que haja investimentos contínuos nos seus meios de produção. Ou seja, o complexo de produção e distribuição de bens e serviços em uma economia além de ser implantado tem que ser continuamente inovado e ampliado para manter suas características competitivas. Para tanto, é preciso o investimento de capital. Segundo Carvalho et al (2003), as economias modernas e desenvolvidas criaram um mecanismo poderoso de viabilização do mesmo: o aprofundamento das relações financeiras entre os diversos agentes econômicos. Através do desenvolvimento de inovações financeiras², os mercados financeiros organizam a relação entre agentes emprestadores e tomadores em uma economia, viabilizando tanto os investimentos quanto os gastos em consumo que justificam novos investimentos. Agentes emprestadores são superavitários, poupam parte de sua renda em certo período e os tomadores são deficitários, tem despesa maior do que sua renda em certo período. Logo, em economia, as relações financeiras são aquelas que envolvem a negociação de contratos em que se registram obrigações ativas e passivas por parte de unidades poupadoras e tomadoras, respectivamente.

² Exemplos de inovações financeiras são o desenvolvimento de sistemas de crédito, liberalização, securitização, informatização, globalização dos mercados, crescimento do mercado de títulos, criação de fundos mútuos de investimento, fundos de hedge, entre outros.

Essas relações desenvolvem-se dentro do **mercado financeiro**, que por sua vez, didaticamente, é subdividido em mercados monetário, de crédito, de capitais e de câmbio, mas que muitas vezes se confundem entre si dada a complexidade das relações negociadas.

Dentre as diversas instituições autorizadas a atuar no mercado financeiro do Brasil, existe a **BM&FBOVESPA S.A.** – Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo Sociedade Anônima, que segundo Assaf Neto (2003) é uma instituição que desenvolve e implanta sistemas de negociação de **títulos mobiliários**, uma das modalidades do mercado financeiro, e dessa maneira fomenta o mercado de capitais, promovendo o encontro entre agentes tomadores e emprestadores supra citados e garantindo os negócios ali realizados.

Conforme informações da BM&FBOVESPA, ela é institucionalmente uma companhia de capital aberto, brasileira, formada em 2008 a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros, sendo a principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil. Sua origem remonta ao ano de 1890, quando então era chamada de Bolsa Livre, tendo sido fruto da tentativa de modernização econômica da recém-nascida República Brasileira. Em 1967 passou por uma reestruturação, como parte da reforma do Sistema Financeiro Nacional, passando então a chamar-se Bovespa – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo; em 1986 iniciam-se os pregões da BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros, que em 1991 funde-se a Bolsa de Mercadorias do São Paulo para formar a BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros; em 2007 a BOVESPA e a BM&F lançam ações no mercado e finalmente em 2008 fundem-se, tornando-se uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado. Na BM&FBOVESPA as negociações são feitas através de Pregão Eletrônico, por meio do Sistema Eletrônico de Negociação, sendo negociados diversos tipos de ativos financeiros, tais como: ações, debêntures e demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhia aberta; carteiras referenciadas em valores mobiliários negociados em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado; derivativos sobre os valores mobiliários admitidos à negociação; notas promissórias registradas para distribuição pública; quotas de fundos de investimento do tipo fechado; quotas representativas de certificados de investimento audiovisual; Certificados de Depósito de Valores Mobiliários - BDR's com lastro em valores mobiliários de emissão de

companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior; opções não padronizadas (Warrants) de compra e de venda sobre valores mobiliários; e outros títulos e valores mobiliários autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Conselho Monetário Nacional.

Dentre os vários ativos negociados, temos as **ações**. Segundo Assaf Neto (2003, p. 97), “ações constituem na menor parcela (fração) do capital social de uma sociedade anônima”. Logo, o investidor em ações é um co-proprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. Elas podem ser classificadas de acordo com a natureza dos direitos dos seus titulares em ordinárias e preferenciais. A principal característica das ações ordinárias é ter direito a voto nas decisões e das preferenciais é a preferência no recebimento de dividendos. Temos ainda as ações de fruição, mas estas não são negociadas em bolsa, interessam mais ao fundadores e dão certos direitos em hipótese de dissolução da empresa. Quanto a forma de circulação, elas são classificadas em nominativas e escriturais. Nominativas são cautelas e tem o nome do investidor registrado no livro de registro de ações nominativas, podendo ainda ser nominativas endossáveis. Escriturais são ações que são controladas por uma instituição fiel depositária.

Existem **vantagens**, mas também **riscos**, neste tipo de mercado. Para a empresa que lança ações no mercado – geralmente buscando ampliar sua capacidade produtiva e/ou aumentar a produtividade dos seus fatores de produção, com objetivo de ganhar mercado e aumentar lucros – a principal vantagem é obter capital a um custo menor do que obteria através de outra forma de financiamento, principalmente em um país como o Brasil que historicamente tem as mais altas taxas de juros do mundo, cujo custo financeiro geralmente fica acima do retorno médio dos projetos de investimento, com exceção para financiamentos através do BNDES que tem taxas menores. O lançamento de ações é um recurso não exigível: o retorno do capital aos acionistas depende do sucesso futuro de seu empreendimento, já que estes são sócios da empresa. Quanto aos acionistas, as vantagens provêm da própria valorização que as ações podem ter no mercado, dos dividendos que são as participações nos lucros da empresa e do pagamento de juros sobre o capital próprio; além disso pode haver vantagens oriundas de bonificações extras e direitos de subscrição, referentes à novas ações lançadas no mercado. Os riscos são aqueles inerentes à economia; existem setores mais seguros do que outros, empresas mais sólidas do que outras, mas em economia não há como se ter certeza

absoluta do retorno de um empreendimento, pois o mercado é competitivo e as condições macroeconômicas internas e externas são mutáveis; portanto sempre teremos as incertezas sobre o futuro.

Para lançar ações no mercado, a empresa interessada deve ter autorização da CVM e procurar uma instituição financeira autorizada que intermedie a venda das ações. O primeiro lançamento de ações no mercado é chamado de Oferta Pública Inicial, ou **IPO** – Initial Public Offer; após a abertura de capital e a oferta inicial, a empresa poderá realizar outras ofertas públicas, conhecidas como “**Follow on**”. Esses lançamentos são no mercado **primário** e é de onde efetivamente a empresa obtém o capital que necessita para os investimentos nos projetos de expansão. A partir de então as ações são negociadas no mercado **secundário**, ou seja, nas bolsas de valores. Embora o mercado secundário não tenha relação direta com o investimento pretendido pela empresa, ele é de fundamental importância por dar **liquidez** ao sistema. A subscrição de títulos no mercado secundário desvincula o investidor do empreendimento e esse mecanismo é o que torna o empreendimento atraente aos agentes emprestadores, pois gera liquidez e diminui riscos do sistema.

Conforme Assaf Neto (2003, p. 250), nas bolsas de valores existem 3 tipos de operações envolvendo compra e venda de ações: **a vista, a termo e opções**. No mercado a vista a liquidação financeira dos títulos negociados é feita após a liquidação física efetuada pela CBLC – CIA Brasileira de Liquidação e Custódia, até dois dias após a negociação. No mercado a termo as operações são formalizadas por meio de um contrato preestabelecido entre compradores e vendedores, o qual define quantidade de ações, prazo de liquidação e o preço acordado. No mercado de opções o que se negocia são direitos de compra e venda de ações, a um prazo de liquidação e preço preestabelecidos; esse direito é adquirido através do pagamento de um prêmio no ato do negócio.

Segundo informações da BM&FBOVESPA, atualmente há 375 empresas negociando seus papéis na instituição. É nesse universo que os investidores devem buscar suas melhores opções, conforme o que sua análise e estratégia decidirem; geralmente buscam-se empresas que tenham características como alta liquidez, ganhos atraentes como dividendos e bônus, valorização do preço da ação, direção eficiente entre outras.

Segundo Assaf Neto(2003), as bolsas de valores usam **índices** para medir a eficiência dos negócios realizados, cujas variações de período a período analisados

podem ser entendidas como sua **lucratividade**. A BM&FBOVESPA tem diversos índices, porém o IBOVESPA é considerado o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Seu objetivo é refletir o desempenho médio dos negócios a vista ocorridos nos pregões de balcão, tendo sido constituído em 02/01/1968 a partir de uma carteira teórica de ações cujo valor inicial foi de 100 pontos. Dado seu objetivo, o IBOVESPA deve aproximar-se o mais possível da realidade dos negócios à vista realizados; logo para ser incluído no índice, as ações integrantes da carteira teórica do IBOVESPA devem cumprir algumas exigências de negociabilidade, participação e negócios, como responder por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro, apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total e ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período, critérios apurados com base nos 12 meses anteriores a formação da carteira. Em consulta a atual carteira – junho de 2010 – existem na BM&FBOVESPA 66 empresas que atendem a essas condições, sendo que as 2 mais importantes são a Petrobrás e a Vale do Rio Doce; entretanto essa composição pode mudar dada a maneira pela qual é apurado o índice.

O método de cálculo de índices é feito através do somatório da quantidade de ações negociadas multiplicada pelo último preço da mesma, ao fim de cada pregão. Simbolicamente:

$$\text{Índice} = \sum_{i=0}^n P_i(t) * Q_i(t)$$

Onde :

n = número total de ações componentes da carteira teórica;

P = último preço da ação "i" no instante t;

Q = quantidade teórica da ação "i" na carteira no instante t.

Apresenta-se a seguir um exemplo de elaboração de um índice.

TABELA 1: ELABORAÇÃO DE UM ÍNDICE DE AÇÕES

AÇÃO	Quantidade de ações	Preço da ação	Índice	Part. (%)
AAA PN	800	R\$ 20,00	16.000	21,0%
BBB PN	750	R\$ 18,50	13.875	18,2%
CCC ON	600	R\$ 17,90	10.740	14,1%
DDD PN	550	R\$ 22,00	12.100	15,9%
EEE ON	530	R\$ 20,90	11.077	14,5%
FFF PN	500	R\$ 25,00	12.500	16,4%
			76.292	100,0%

Fonte: Assaf Neto (2003)

Nota: elaboração própria

Conforme informação da BM&FBOVESPA, no dia 15 de junho de 2010 o IBOVESPA marcava 64.442 pontos.

Para que sua representatividade mantenha-se ao longo do tempo, sua carteira é reavaliada ao final de cada quadrimestre, utilizando-se os procedimentos e critérios integrantes supra citados. Nas reavaliações, identificam-se as alterações na participação relativa de cada ação no índice, bem como sua permanência ou exclusão, e a inclusão de novos papéis.

Dessa maneira, o IBOVESPA acaba por retratar, historicamente, a evolução da BM&FBOVESPA, um importante segmento do mercado de capitais do país, responsável por aproximar agentes emprestadores e tomadores na economia, conseqüentemente gerando investimentos que são fonte de crescimento econômico.

3. KEYNES, A POLÍTICA MONETÁRIA E A BOLSA DE VALORES: A MOEDA DE ALTA POTÊNCIA E A LIQUIDEZ DA ECONOMIA

Dentre os diversos instrumentos de política econômica, temos um bastante importante que é a política monetária, forma pela qual o governo controla a oferta de moeda em um sistema financeiro. O significado de **moeda** como meio de pagamento é algo que evoluiu ao longo da história, porém uma definição atual segundo Carvalho et al (2007, p. 11) seria “todo ativo capaz de liquidar quaisquer dívidas contratuais futuras ou à vista”. Portanto todo ativo com plena liquidez é considerado moeda e o conjunto dos meios de pagamento é o que forma a moeda de um país.

Outro conceito bastante importante relacionado com a moeda é o de **liquidez** que segundo Carvalho et al (2007, pg. 6), seria “o atributo que qualquer ativo possui, em maior ou menor grau, de conservar valor ao longo do tempo e ser capaz de liquidar dívidas”.

Carvalho et al (2007) nos ensina ainda que uma política monetária é prerrogativa do Governo, cuja execução é feita no Brasil pelo Banco Central. Ela deve estabelecer primeiramente o **objetivo** a ser atingido: se será controle de preços, sustentar níveis de emprego, manter a estabilidade do sistema financeiro ou outro ³. Após definido o objetivo, a maneira pela qual o Banco Central operacionaliza a política é através do uso dos **instrumentos** de política monetária que convencionalmente são três: o recolhimento compulsório aos bancos – depósitos compulsórios sob forma de reservas que todos os bancos são obrigados a fazer no Banco Central; as operações de redesconto – empréstimos na forma de crédito em reservas bancárias que o Banco Central concede aos demais bancos; operações de mercado aberto – que são as compras e vendas de títulos públicos por parte do Banco Central no mercado. Dentre as três, essa última é a mais usada, pois afeta diretamente as reservas bancárias e tem a finalidade de amortecer as pressões sobre a taxa de juros de curto prazo. Ainda podem haver outros instrumentos não convencionais, como controles diretos sobre o crédito e sobre a taxa de juros, um teto desta por exemplo.

Outra característica de uma política monetária é de que sua atuação na economia leva determinado tempo para surtir efeito e portanto não é possível saber de imediato se as ações tomadas estão levando ao objetivo firmado; por isso o Banco Central firma **metas** da política monetária, que teoricamente indicarão se o rumo está certo; essas metas dividem-se em intermediárias e operacionais.

As intermediárias valem-se da manipulação dos agregados monetários e da taxa de juros de longo prazo – TJLP. Os agregados são divididos em cinco conforme tabela na sequência:

³ Os objetivos finais da política monetária são geralmente controversos, dependendo muito do referencial teórico em que a política está embasada.

TABELA 2: AGREGADOS MONETÁRIOS

Agregado	Composição
M0	Papel-moeda em poder do público
M1	M0 + depósitos a vista
M2	M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias
M3	M2 + quotas de renda fixa + operações compromissadas registradas na SELIC
M4	M3 + títulos públicos de alta liquidez

FONTE: Carvalho et al (2007)

As metas operacionais, utilizam-se da taxa de juros básica de curto prazo e o controle das reservas bancárias agregadas. No Brasil, o Banco Central opera principalmente através da fixação de uma **taxa de juros de curto prazo**, definida pelo COPOM, que pode ter um viés de baixa, alta ou neutra, de onde podem surgir operações através dos instrumentos que levem a baixa, alta ou manutenção, respectivamente, da taxa básica de juros – SELIC.

Em sua obra **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda** (1936), Keynes aborda entre outros, as complicações da moeda e suas consequências para a economia.

Keynes critica a visão de que a **taxa de juros** é o preço que equilibra oferta e demanda de poupança, pois parte da renda que é poupada nem sempre é aplicada em ativos que retornam juros; conforme Keynes (1985, p. 122): “quando um homem acumula as suas economias sob a forma de dinheiro não ganha juros, embora poupe tanto quanto antes.” Para Keynes, então, os juros dependeriam do quanto se está disposto a abrir mão da liquidez do dinheiro, conciliando-se com a quantidade de dinheiro disponível. Com um aumento na taxa de juros, o desejo de se manter moeda diminui pois isto significa um aumento na recompensa ao adquirir títulos que trazem rendimento. Logo, para Keynes (1985, p. 122) “A **preferência pela liquidez** é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público conservará quando a taxa de juros for dada”. Esquemáticamente:

$$M = L (r),$$

Onde M é a quantidade de moeda e L é a função preferência pela liquidez que depende da taxa de juros. Isto mostra como a quantidade de moeda entra no sistema econômico.

Agora, por que alguém teria interesse em manter riqueza em uma forma que não paga juros? A preferência pela liquidez ocorre, segundo Keynes (1985, p.123), devido “a existência de **incerteza quanto ao futuro da taxa de juros**, isto é, quanto ao complexo de taxas para prazos variáveis que irão prevalecer em datas futuras”.

Em seguida Keynes aborda as divisões que existem dentro da preferência pela liquidez, ou porque os agentes demandam moeda, e as classifica em três.

O motivo **transação** (ou negócios) refere-se a necessidade de manter dinheiro para cumprir com as obrigações correntes de um agente econômico entre os fluxos de entrada e saídas; está diretamente relacionado ao giro de bens e serviços produzidos no setor real de uma economia. Esse motivo substituiu o que Keynes chamou de circulação industrial no Tratado sobre a moeda (1930).

O motivo **precaução**, segundo Keynes, (1985, p.140) refere-se a necessidade de “atender as contingências que requerem despesas inesperadas e as oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas, bem como conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para corresponder a uma obrigação estipulada em dinheiro”.

Por fim temos o motivo **especulação**. Para Keynes, esse motivo deve ser cuidadosamente analisado por duas questões: primeiramente por ser o menos compreendido e segundo por ser “especialmente importante para transmitir os efeitos de uma variação na quantidade de moeda” Keynes, (1985, p.140). Enquanto os motivos transação e precaução são geralmente insensíveis a qualquer influência que não seja a de uma alteração significativa no nível de atividade econômica, a própria experiência mostra que no motivo especulação, a demanda por moeda varia de forma contínua conforme varia a taxa de juros, e isso ocorre devido as variações nos preços dos títulos e as dívidas de vencimentos diversos. Logo, para Keynes, o motivo especulação da preferência pela liquidez é bastante significativo para que os efeitos desejados pela política monetária se disseminem pela economia como um todo e cumpram seu objetivo.

O comportamento dos agentes econômicos frente a uma variação na taxa de juros pode-se traduzir em duas posturas: a dos **ursos** e a dos **touros**.⁴ Ambos os agentes formam expectativas futuras e com base nelas definem o que seria uma taxa de juros “normal” para o cenário econômico. Para os touros “baixistas”, caso a

⁴ Expressão que Keynes toma emprestada do jargão utilizado pelo mercado financeiro Inglês.

taxa de juros corrente lhes pareça superior aquela considerada normal, significa que ela terá uma tendência de baixa e portanto o agente demandará títulos no presente, esperando realizar lucros futuros quando a taxa de juros baixar, com consequente aumento no preço dos títulos. Em posição oposta temos os ursos “altistas”, ou seja, a taxa de juros corrente lhes parece inferior à considerada normal, indicando uma tendência de alta e o agente terá preferência por liquidez, aguardando o momento adequado de alta nos juros com a consequente queda do preço dos títulos para realizar suas operações. Logo, através da formação das expectativas desses agentes e de sua ação frente a uma mudança na taxa de juros induzida pelo Banco Central é que a política monetária se propaga pela economia, podendo tornar-se mais ou menos eficiente.

Assim, quando o Banco Central emite **moeda de alta potência**, através da compra de títulos via operações no mercado aberto ou através de um relaxamento da obrigatoriedade das reservas bancárias, ele aciona todo um circuito que injeta **liquidez** no sistema financeiro. Essa liquidez extra entra no sistema via bancos comerciais e pode tomar direções distintas, conforme o comportamento de urso ou touro que os agentes, inclusive os bancos, tomam via formação das **expectativas** futuras. Estas expectativas, portanto, são significativas no processo de tomada de decisão. Porém, o problema segundo Keynes, é que elas são formadas com base em dados incertos tanto no presente quanto no futuro; o que os agentes fazem é formar uma **convenção**⁵ sobre esses dados, que em essência é projetar um cenário futuro com base no presente, mesmo sabendo que os dados não são lá muito confiáveis. Baseados então nestas expectativas, a liquidez gerada pela política monetária expansionista pode tornar-se ou não investimento na economia via mercado de capitais, em bolsas de valores por exemplo. Porém, Keynes nos mostra que “a sua precariedade é que cria uma parte não pequena do nosso problema contemporâneo de conseguir um volume suficiente de investimento” (KEYNES, 1985, p.113); essa precariedade nas convenções à qual Keynes refere-se torna o mercado de capitais débil, levando-o à instabilidade frequentemente e os agentes

⁵ As convenções são uma opinião média dos participantes do mercado tomadas com base em diversas informações como o volume de capital existente, a demanda, as preferências dos consumidores, os salários, a inflação, o desemprego, etc. Tomam-se essas informações tanto no presente, quanto se fazem previsões sobre seu futuro.

tornam-se muito sensíveis ao comportamento da **psicologia coletiva**. Qualquer alteração que possa significar perdas financeiras leva a comportamentos irracionais, de “manada”; para Keynes (1985, p.114) “...este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada ‘liquidez’.”

Keynes assume então uma postura crítica sobre o comportamento de alguns investidores, comportamento este que traz consequências negativas para a economia, prejudicando o que ele chama de **finalidade social do investimento**⁶. Identifica dois tipos de comportamento: aquele meramente **especulativo** e o **empreendimento**. O comportamento especulativo, tomado por profissionais que agem frequentemente em bolsas de valores, consiste em prever a psicologia do mercado para realizar lucros rápidos e então seguir para outra especulação; conforme Keynes (1985, p.114) “O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘sair disparado na frente’ como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.” Em contrapartida, o comportamento empreendedor é diferente; ele consiste em calcular a renda provável dos ativos de capital durante toda a existência de um projeto econômico da economia real, investir o capital necessário e realizar seus lucros no longo prazo, sendo estes oriundos do sucesso do empreendimento.

Para Keynes, o empreendimento deveria sempre prevalecer sobre o comportamento especulativo, para que o capital oriundo quer seja de política monetária, quer seja de poupança, torne-se investimento produtivo e se propague pela economia, cumprindo seu papel social; segundo Keynes (1985, p.116) “Os especuladores podem não causar dano quando são apenas borbulhas numa corrente firme de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em borbulha no turbilhão especulativo.”

Keynes reconhece que a organização de um mercado de capitais, ao mesmo tempo que permite a aproximação entre tomadores e emprestadores gerando o que ele chama de empreendimento, facilita o caráter especulativo. Isso é um dilema para Keynes. Assim, uma solução por ele apontada seria a criação de impostos e taxas pesadas sobre todas as transações, além da criação de outras dificuldades para se aplicar nos mercados financeiros, de forma a atenuar o predomínio dos

⁶ A finalidade social do investimento a qual Keynes refere-se é gerar emprego e renda à sociedade, trazendo bem estar social a população, objetivo primário do estado.

especuladores sobre os empreendedores; conforme Keynes (1985, p.116) “Admita-se, em geral, que, no próprio interesse do público, o acesso a cassinos deve ser difícil e dispendioso. E, talvez o mesmo deveria acontecer no caso das Bolsas de Valores.”

De outra forma, ele mostra-se cético em que uma política puramente monetária, isolada, possa gerar grandes impactos sobre a renda, pois ela tem caráter ambíguo, dependendo muito das convenções formadas em expectativas dos agentes econômicos, do sistema bancário comercial inclusive, que podem direcionar os recursos para aplicações especulativas ou empreendedoras.

O mercado financeiro é o *locus* onde se desenvolvem esses comportamentos distintos e a BM&FBOVESPA, sendo uma importante instituição participante do mercado de capitais, é um exemplo clássico onde se percebe a atuação desses comportamentos, através da oferta e demanda de ações. Seja através do comportamento empreendedor ou daquele puramente especulativo, diversos agentes econômicos tomam diariamente decisões na BM&FBOVESPA, via convenção de expectativas, em busca de maximização do retorno de seu capital e ao fazerem isto, influenciam os rumos de parte da economia do país. Como se viu, este comportamento é fortemente influenciado, entre outros fatores, pela política monetária do Banco Central, que atua frequentemente no mercado perseguindo seus objetivos de política econômica. Nos últimos anos a taxa de juros básica – SELIC – mantém uma tendência de queda, o que representa a expansão de moeda de alta potência por parte do Banco Central, e portanto, injeção de liquidez no sistema financeiro. Esta liquidez, na ótica Keynesiana, devia ser totalmente direcionada para o segmento empreendedor e o comportamento especulativo deveria ser combatido para que o mercado de capitais propiciasse maximizar aquilo a que se propõe: fomentar o crescimento econômico e gerar renda, via aumento dos investimentos no setor produtivo da economia. Assim temos uma conjunção da existência da preferência pela liquidez, das convenções dos agentes no mercado de capitais e das políticas monetárias do Banco Central; elas não são isoladas entre si, muito pelo contrário, interagem dinamicamente na economia e portanto exercem seus efeitos. Seria possível então perceber essa interação estudando o comportamento do PIB e IBOVESPA?

4. CRESCIMENTO DO BRASIL NOS ÚLTIMOS DEZ ANOS E SUA RELAÇÃO COM A BM&FBOVESPA

Apresenta-se nesta seção dados de algumas variáveis econômicas relacionadas ao tema, para que se possa acompanhar sua evolução e comportamento ao longo do tempo, para então verificar se das interações entre essas variáveis é possível concluir que há uma relação entre o crescimento econômico e a evolução do mercado acionário, a partir de seus principais indicadores, dentro do cenário econômico brasileiro.

A tabela três a seguir mostra os valores apurados no período de 2000 a 2009 do PIB, do IBOVESPA e da taxa SELIC, conforme dados levantados junto à instituição responsável por sua apuração. Mostra também as suas variações percentuais periódicas, sendo que do PIB é mostrada tanto sua variação nominal quanto sua variação real. O PIB e o IBOVESPA são indicadores diretamente ligados ao estudo em questão e a SELIC embora não esteja diretamente ligada, é de fundamental importância para o tema, como visto no item três do presente artigo.

Percebe-se aumentos sucessivos no PIB em termos reais até o ano de 2008, para então sofrer pequena retração em 2009, enquanto que em termos nominais tivemos sempre valorizações; o IBOVESPA alterna períodos de altas e baixas, mas mantém uma grande valorização do período inicial até o final; a SELIC tem uma trajetória oscilante também, mas mantém viés de baixa se considerarmos o período como um todo.

TABELA 3: VALORES E VARIAÇÃO DO PIB, IBOVESPA E SELIC - DE 2000 A 2009

Ano	PIB (R\$1.000.000)	Variação % Nominal do PIB	Variação % Real do PIB	Ibovespa (1)	Variação % Ibovespa	Valor % anual da SELIC (2)
2000	1.179.482	10,75	4,31	14.683	-2,27	15,84
2001	1.302.136	10,40	1,31	13.317	-9,30	19,05
2002	1.477.822	13,49	2,66	10.843	-18,58	24,90
2003	1.699.948	15,03	1,15	21.170	95,24	16,33
2004	1.941.498	14,21	5,71	25.529	20,59	17,75
2005	2.147.239	10,60	3,16	33.121	29,74	18,05
2006	2.369.484	10,35	3,96	43.264	30,62	13,19
2007	2.661.345	12,32	6,09	63.593	46,99	11,18
2008	3.004.881	12,91	5,14	37.614	-40,85	13,66
2009	3.143.015	4,60	-0,19	68.213	81,35	8,65

FONTE: IBGE, BM&FBOVESPA, BANCO CENTRAL

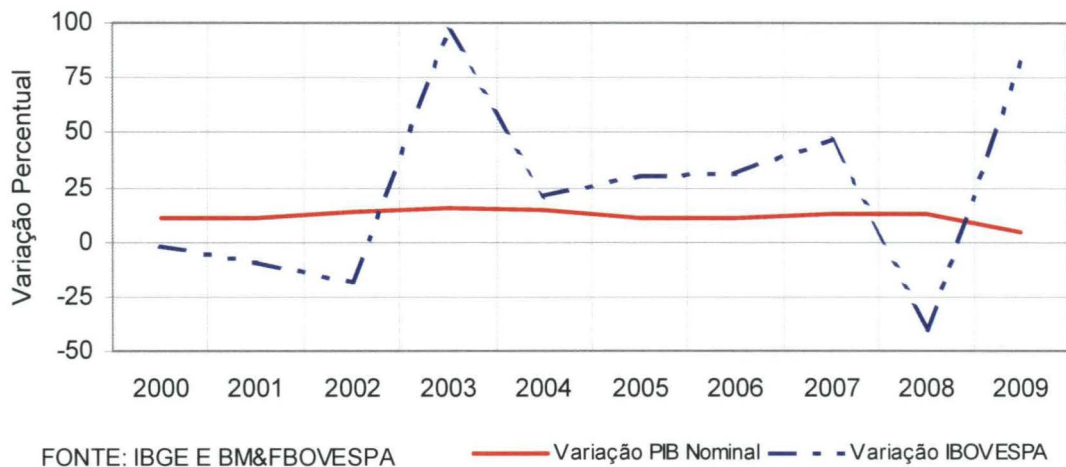
(1) - Índice médio do mês de dezembro do referido ano.

(2) - Valor tomado na última ata do COPOM do referido ano.

Nota: Tomado mês de dezembro como referência por ser o mês mais usado para os fechamentos dos estudos econômicos.

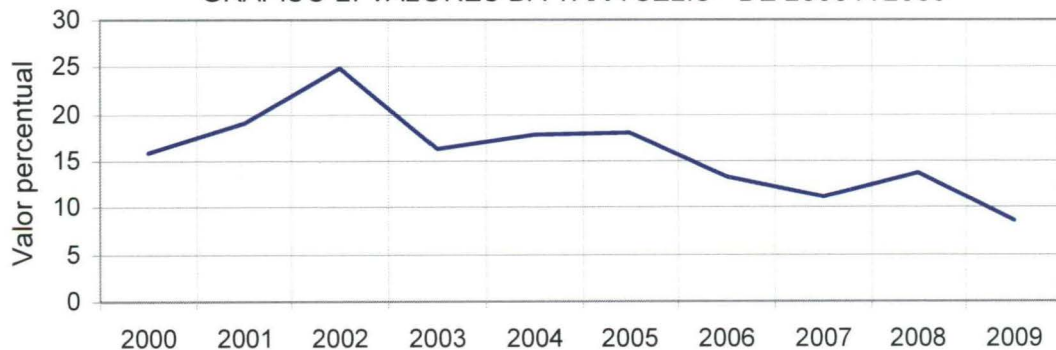
O gráfico um a seguir toma como base dados da tabela três e nos mostra visualmente as tendências que tomam ao longo dos dez anos o PIB e o IBOVESPA, através de sua variação percentual periódica. Nota-se uma tendência estável na variação do crescimento nominal do PIB, oscilando na faixa de 12% ao ano e uma tendência de volatilidade na variação do índice IBOVESPA.

GRÁFICO 1: VARIAÇÃO PERCENTUAL PIB E IBOVESPA - 2000 A 2009



O Gráfico dois abaixo também toma como base os dados da tabela três e nos mostra os valores anuais da taxa SELIC, no mesmo período dos indicadores PIB e IBOVESPA. Através de sua visualização, é possível perceber as políticas monetárias em seus momentos restritivos e expansivos; percebe-se nitidamente seu viés de baixa ao considerarmos todo o período.

GRÁFICO 2: VALORES DA TAXA SELIC - DE 2000 A 2009



FONTE: BANCO CENTRAL

Com base nos dados da tabela três e com auxílio da visualização dos gráficos um e dois, é possível perceber quatro fases de comportamentos distintos dos indicadores, que serão discutidos nas quatro subseções a seguir.

4.1 Período de 2000 a 2002

Neste período observa-se uma relação inversamente proporcional entre PIB e IBOVESPA. Enquanto o PIB cresce tanto a taxas nominais quanto a taxas reais, o IBOVESPA sofre repetidas quedas.

Durante o ano de 2001, o PIB aumenta em termos nominais e reais, enquanto o IBOVESPA tem uma queda de -9,30%. Essa queda explica-se em boa medida devido ao cenário internacional, visto que em setembro de 2001 houve o **ataque** contra os EUA, sendo um dos alvos as torres gêmeas do World Trade Center em Manhattan, coração financeiro dos EUA; o mercado reage instantaneamente derrubando os negócios nas bolsas de valores do mundo todo, pois além de atingir escritórios importantes do mercado financeiro mundial, não sabia-se qual seria a reação do EUA e para onde essa reação poderia levar a economia mundial.

Em 2002 o cenário repete-se: há um aumento nominal e real no PIB enquanto o IBOVESPA sofre uma queda maior ainda, desta vez de -18,58% em relação a 2001. A explicação mais relevante para este comportamento encontra-se no **cenário político** brasileiro. Em outubro de 2002 tivemos a eleição para presidente da república, havendo uma mudança de partido político no governo central; percebe-se uma nítida desconfiança de investidores internacionais, e também internos, sobre as possíveis medidas econômicas que poderiam ser tomadas por um governo mais alinhado à esquerda e com o socialismo. Dessa desconfiança vem as perdas na bolsa, com os investidores aguardando a definição da política econômica do futuro governo.

Independentemente destes fatores de ordem não puramente econômica, podemos perceber que ao longo de todo o período percebe-se uma política monetária restritiva, com a SELIC passando de 15,84% ao ano em dezembro de 2000 para 24,90% ao ano em dezembro de 2002; essa política restritiva retira moeda de alta potência do sistema financeiro, o que diminui sua liquidez,

contribuindo portanto para uma queda do volume de negócios em bolsas de valores, derrubando conseqüentemente o IBOVESPA.

4.2 Período de 2003 a 2007

Neste período existe uma relação diretamente proporcional entre o PIB e IBOVESPA. Os sucessivos aumentos ocorridos no PIB durante os cinco anos correspondem a sucessivos aumentos no IBOVESPA ao longo dos mesmo anos, como mostram a tabela 2 e o gráfico 2.

Dentre outras causas, podemos citar primeiramente que a **desconfiança sobre o novo governo diminuiu**, visto que ao longo de 2003 investidores e empresas percebem que as medidas de política econômica mostram que haverá responsabilidade do novo governo na condução da referida política, como a manutenção de superávits primários e controle da inflação, entre outros, evidenciando então que não haveriam mudanças bruscas que afetem o planejamento e a rentabilidade dos negócios, fazendo com que os investidores voltassem a reinvestir.

Pode-se citar também ao longo do período **outros fatores** de ordem econômica que justificam a relação entre os indicadores. Há um **aumento da renda** no país, além da própria melhoria nos índices de distribuição da mesma, o que gera nos empresários e investidores expectativas positivas e maior confiança a respeito do cenário futuro, com a possibilidade de maiores ganhos. Além disso, ao longo do tempo o **risco Brasil caiu**, medida de risco de inadimplência do país; ele vinha tendo sucessivas melhorias de análise por parte das agências de risco internacionais, até culminar em abril de 2008 com o grau de *investment grade*, o que traz um aumento dos investimentos estrangeiros, tanto diretos quanto em aplicações nos mercados financeiros, como a BM&FBOVESPA. Também verifica-se que o **nível de reservas** estrangeiras aumenta durante o período, fruto de sucessivos superávits na balança comercial do país, trazendo uma maior confiança das possibilidades do país em arcar com sua dívidas de curto e médio prazo.

Destaca-se a condução da **política monetária**, que mostrou ter um caráter expansionista no período. A taxa de juros básica da economia – SELIC – baixou de 24,90% ao ano em dezembro de 2002 para 11,18% ao ano em dezembro de 2007;

ou seja, em cinco anos há uma queda de 55,10% na taxa básica referência para a economia, como mostra o gráfico 2.

Esse caráter expansionista da política monetária gera moeda de alta potência, injetando liquidez no sistema financeiro, fato que contribui para a realização de negócios na bolsa de valores, pois os agentes econômicos reagem as variações na taxa de juros e a liquidez do mercado, como se discutiu na capítulo dois do presente artigo. Além disso, com a queda da SELIC, cai a própria rentabilidade dos títulos do governo federal e naturalmente os investidores passam a buscar alternativas mais rentáveis para seu capital; as bolsas de valores são um ambiente propício para tal propósito e assim muitos lançamentos primários de ações – IPOs – foram valorizados pelos investidores, além da própria valorização do mercado secundário. Segundo a BM&FBOVESPA, a partir do ano de 2004 houve uma retomada das IPOs no país, aproveitando o momento econômico favorável ao lançamento de títulos no mercado.

4.3 Ano de 2008

Neste ano atípico, o PIB teve uma forte expansão, tanto real quanto nominal, porém o IBOVESPA sofre uma retração fortíssima de -40,85%.

O grande responsável pela queda do IBOVESPA foi novamente o cenário internacional, visto que em meados do ano anterior começa a despontar um cenário de prejuízos no mercado imobiliário dos Estados Unidos, gerado pelo estouro de uma bolha especulativa. Ao longo de 2008 esse cenário atinge seu ápice e desencadeia uma crise econômica de grandes proporções, primeiramente nos EUA, mas que depois se alastra pelo sistema financeiro internacional com reflexos na economia real, arrastando economias ao redor do mundo para um cenário de depressão econômica.

Dado esse cenário, as bolsas de valores sofreram quedas expressivas em todo o mundo, pois os investidores procuram se precaver contra eventuais prejuízos decorrentes da crise se desfazendo de títulos que possam ser arriscados, como ações, e procurando ativos que embora sejam menos rentáveis, sejam mais seguros; no campo monetário, há um aumento expressivo da demanda de moeda pelo motivo precaução e uma queda na demanda de moeda por motivo

especulação. A BM&FBOVESPA não ficou imune ao fenômeno, sofrendo essa forte queda.

O crescimento econômico não foi afetado de imediato porque a crise vinha se desenhando aos poucos, até atingir seu auge, segundo muitos analistas, em setembro com a quebra do banco Lehman Brothers nos EUA; assim o cenário de recessão para o crescimento econômico ficou para o próximo ano, visto que o lapso temporal entre a tomada de decisão de produção e a efetiva retração são mais significativas do que nas bolsas de valores, dado o caráter mais rígido de muitos dos contratos econômicos que envolvem produção de bens e serviços.

4.4 Ano de 2009

Neste ano temos o inverso do ano anterior, pois houve um grande ganho no IBOVESPA e o PIB sofreu queda em termos reais.

Embora em termos nominais tenhamos tido expansão do PIB, em termos reais houve uma queda de -0,19% enquanto que o IBOVESPA teve ganhos significativos de 81,35%. A queda do PIB explica-se devido as medidas precaucionais tomadas pelos agentes econômicos com base no cenário de crise do ano anterior, medidas estas que fizeram a produção encolher. O fato da redução ter sido em 2009 ao invés de 2008 é, como já dito, devido as relações dos contratos econômicos envolvendo produção serem de natureza mais rígida do que as decisões de compra e venda de ações em bolsa de valores. Por esse mesmo motivo, o IBOVESPA retomou rápida e fortemente fôlego, reagindo as medidas tomadas pelos governos no mundo todo, como os pacotes de ajuda às instituições financeiras prejudicadas pela crise feita pelo EUA, garantindo a solvência e a liquidez do sistema econômico dos EUA, ou como as medidas anticíclicas tomadas pelo Brasil para o setor automotivo, por exemplo. Estas medidas fizeram os investidores retomarem a confiança e o mercado financeiro reagiu positivamente, como evidenciado pelos expressivos ganhos do IBOVESPA para o ano em questão. Já o PIB não reage da mesma forma, sua recuperação é mais lenta e gradual, daí a divergência entre os dois indicadores.

5. CONCLUSÃO

Através do referencial teórico e dos dados apresentados, pode-se constatar alguns comportamentos das variáveis dos indicadores, descritos a seguir.

Em um ambiente onde o comportamento da economia e das demais instituições sociais está estável, um crescimento econômico implica em altas na bolsa, podendo até entender-se que são variáveis correlacionadas, pois uma função do mercado de capitais é fomentar o crescimento econômico via aumento dos investimentos. Este fato pode-se perceber entre 2003 e 2007, onde o Brasil vivia em um ambiente relativamente estável interna e externamente, tanto economicamente quanto nas demais instituições, e constatam-se crescimentos contínuos tanto no PIB quanto no IBOVESPA. Percebe-se ainda que este efeito é realmente potencializado pelos rumos da política monetária, pois a taxa de juros exerce influência fundamental no comportamento dos agentes econômicos no mercado de capitais, com reflexos no nível de investimento da economia. Isto é evidenciado pela constatação de quedas sucessivas do IBOVESPA diante de uma política monetária restritiva que diminuiu a moeda de alta potência, retirando liquidez do mercado entre 2000 e 2002 e, em sentido inverso, um aumento do IBOVESPA diante de uma política monetária expansiva que aumenta a moeda de alta potência, injetando liquidez nos mercados entre 2003 e 2007, baixando a taxa de juros e conseqüentemente aumentando o nível de investimento na economia, e que por sua vez coincide com o crescimento econômico.

Porém, esta correlação não é constante pelos seguintes motivos. Os agentes econômicos reagem diante de diversas expectativas denominadas de convenções, além de questões de ordem puramente econômicas como a política monetária ou o próprio crescimento econômico. Quando algo inesperado ou que possa mudar o futuro estimado atinge algumas dessas convenções, o frágil equilíbrio da ordem existente é abalado, e as conseqüências são imprevisíveis. Muitos investidores reagem preventivamente de maneira coletiva no mercado financeiro, se desfazendo de títulos que possam ser arriscados, como as ações, e acabam derrubando os índices de bolsa de valores; busca-se refúgio em títulos mais seguros, embora menos rentáveis. Diante destas situações, inclusive, o governo muitas vezes tem de intervir para garantir a liquidez do sistema, pois cresce muito a demanda de moeda

por motivo precaucional. Assim explica-se o comportamento negativo do IBOVESPA em alguns períodos mesmo em um cenário de crescimento econômico. O ataque de organizações estrangeiras aos EUA em 2001, as eleições brasileiras em 2002 ou então a crise econômica globalizada de 2008 derrubaram o IBOVESPA porque algumas destas convenções foram abaladas, rompendo o equilíbrio do sistema e abalando a confiança dos investidores. Assim, nestes cenários não se pode esperar que exista uma correlação entre o crescimento econômico e altas nas bolsas de valores, pois as reações não se guiam por termos puramente econômicos e racionais.

Deve destacar-se ainda que muito do comportamento dos agentes investidores em bolsas de valores é de caráter puramente especulativo e que se assim não fosse, o comportamento altamente instável visto nos mercados seria menor, pois os investidores de caráter empreendedor são menos suscetíveis as oscilações de equilíbrio momentâneas, por enxergarem os lucros em um horizonte de longo prazo. Ainda, se este caráter empreendedor fosse majoritário, o desempenho das bolsas de valores seria melhor aproveitado para a economia.

Logo, podemos concluir que há cenários onde se encontra correlação entre PIB e IBOVESPA, porém nem sempre é assim porque as convenções dos investidores não são de caráter puramente econômico, mas também dependem de fatores políticos e sociais. Além disto, a alta liquidez propiciada pelas bolsas de valores facilitam a especulação, que muitas vezes desestabiliza os mercados, levando a altas volatilidades. Caso pudéssemos eliminar essas características negativas que existem nos mercados, possivelmente encontraríamos uma correlação constante entre crescimento econômico – PIB, e valorizações sucessivas em bolsas de valores – IBOVESPA. Porém, evidentemente, não é assim que o mercado funciona atualmente.

6. REFERÊNCIAS

KEYNES, John Maynard (1985) **A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda; Inflação e Deflação**. 2ª edição, São Paulo: Nova Cultural.

ASSAF NETO, Alexandre (2003) **Mercado Financeiro**. 5ª edição, São Paulo: Atlas.

CARVALHO, F. C. et al. (2007) **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Campus.

MANKIW, N. Gregory (2008) **Introdução a Economia**. 1ª edição, São Paulo: Cengage Learning.

BM&FBOVESPA. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em 18/05/2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Cadernos da CVM**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/ProtInv/Caderno1\(new\).asp#organo](http://www.cvm.gov.br/port/ProtInv/Caderno1(new).asp#organo)>, acesso em 18/05/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em
<<http://www4.bcb.gov.br/?SELICMES>>, acesso em 10/06/2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. Disponível em
<<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contasnacionais/referencia2007/default.shtm>>, acesso em 10/06/2010.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. Disponível em
<[http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1083900618&Tick=1277389603410&VAR_FUNCAO=Ser_MUso\(\)&Mod=M](http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1083900618&Tick=1277389603410&VAR_FUNCAO=Ser_MUso()&Mod=M)>, acesso em 10/06/2010.