



UNISUL

UNIVERSIDADE DO SUL DE SANTA CATARINA

FERNANDO AUGUSTO GARBIN

O DESEMPENHO DAS AÇÕES BRASILEIRAS DESDE A CRISE AMERICANA

Palhoça

2017

FERNANDO AUGUSTO GARBIN

O DESEMPENHO DAS AÇÕES BRASILEIRAS DESDE A CRISE AMERICANA

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação em
Ciências Econômicas da Universidade do
Sul de Santa Catarina como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel.

Orientador: Prof. Jailson Coelho, Dr.

Palhoça

2017

FERNANDO AUGUSTO GARBIN

O DESEMPENHO DAS AÇÕES BRASILEIRAS DESDE A CRISE AMERICANA

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado à obtenção do título de Bacharel e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas da Universidade do Sul de Santa Catarina.

Palhoça, 3 de novembro de 2017.

Professor e orientador Prof. Jailson Coelho, Dr.
Universidade do Sul de Santa Catarina

Dedico o trabalho aos meus pais, à
Mayara, ao Guilherme, à Daisy e ao Dr.
Jailson Coelho.

RESUMO

Neste estudo analisamos o desempenho das ações brasileiras a partir da Crise Americana de 2007/2008, passando pelo desenvolvimento da Crise Brasileira e avançando até o fim do primeiro semestre de 2017. Comparando o ETF de ações brasileiras em dólares EWZ, o ETF de ações de países emergentes em dólares EEM e o índice de ações americanas Dow Jones, caracterizamos quatro fases distintas, com o índice EWZ apresentando as maiores oscilações encontradas ou muito próximas destas, sejam fases de alta ou baixa. Encontramos um alto grau de correlação entre os índices de ações, entretanto a fase de desenvolvimento da crise brasileira é o de maior descolamento, com a desvalorização do EWZ alcançando quase o dobro das quedas dos demais. Em todas as fases, a correlação com índices internacionais de ações é bastante superior à encontrada com indicadores da economia brasileira.

Palavras-chave: Mercado de Ações. Crise Americana. Crise Brasileira.

ABSTRACT

In this study we analyze the performance of brazilian stocks since the American Crisis of 2007/2008, including the development of the Brazilian Crises and advancing up to the end of 2017 first half. Comparing the brazilian stocks ETF in dollars EWZ, the emerging markets stocks ETF in dollars EEM and the american stocks Dow Jones Index, we have distinguished four phases, with the EWZ always presenting one of the highest oscillations, in high and low phases. We've found a high correlation degree among the stock indexes, however the Brazilian Crisis development phase presents the higher detachment, when the devaluation of EWZ was almost the double of the others. In all periods, the correlation with international stock indexes was a lot superior to those found with brazilian economy indexes.

Keywords: Stock Market. American Crisis. Brazilian Crisis.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Evolução do Índice Dow Jones e do Ibovespa desde a Crise Americana.....	11
Gráfico 2	Evolução do Índice Dow Jones e do EWZ desde a Crise Americana..	11
Gráfico 3	Taxa de juros efetiva do Federal Reserve Americano.....	15
Gráfico 4	PIB dos Estados Unidos de 2000 a 2015.....	17
Gráfico 5	Crescimento trimestral do PIB de 2010 a 2017.....	19
Gráfico 6	Confiança do Consumidor e do Empresariado (2006 a 2016).....	20
Gráfico 7	Superávit Primário do Governo Central.....	21
Gráfico 8	Inflação geral e de preços regulados (2006 a 2015)	22
Gráfico 9	Dívida Bruta do Governo.....	22
Gráfico 10	Crescimento do PIB – Brasil e Resto do Mundo.....	23
Gráfico 11	O tamanho da Crise nos Estados Unidos e da Crise no Brasil.....	25
Gráfico 12	Taxa de Desemprego no Brasil.....	25
Gráfico 13	Dow Jones, EWZ e EEM: de 2004 a 2017 - Divisão por fases.....	28
Gráfico 14	DJI, EWZ e EEM: de 2004 ao topo pré-crise de 2007 (EUA).....	30
Gráfico 15	Dow Jones, EWZ e Petróleo WTI: de 2000 ao topo pré-crise de 2008	31
Gráfico 16	Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) no período pré-crisis.....	33
Gráfico 17	DJI, EWZ e EEM: do topo ao fundo da Fase 1.....	34
Gráfico 18	Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 1.....	36
Gráfico 19	DJI, EWZ e EEM na Fase 2.....	37
Gráfico 20	Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 2.....	39
Gráfico 21	DJI, EWZ e EEM na Fase 3.....	40
Gráfico 22	Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 3.....	42
Gráfico 23	DJI, EWZ e EEM na Fase 4.....	43
Gráfico 24	Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 4.....	44
Gráfico 25	Gráfico de dispersão entre as variações do EWZ(x) e da SELIC(y).....	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo das fases consideradas no trabalho.....	29
Tabela 2 – Variações dos índices na fase pré-crise.....	32
Tabela 3 – Coeficientes de correlação no período pré-crise.....	32
Tabela 4 – Variações dos índices na Fase de Pânico da Crise Americana.....	35
Tabela 5 – Coeficientes de correlação na Fase 1.....	35
Tabela 6 – Variações dos índices na Fase 2.....	38
Tabela 7 – Coeficientes de correlação na Fase 2.....	38
Tabela 8 – Variações na Fase 3.....	41
Tabela 9 – Coeficientes de correlação na Fase 3.....	41
Tabela 10 – Variações dos índices na Fase 4.....	44
Tabela 11 – Coeficientes de correlação na Fase 4.....	44
Tabela 12 – Coeficientes de correlação com indicadores da economia brasileira.....	45

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	9
1.1	EXPOSIÇÃO DO TEMA E DO PROBLEMA.....	9
1.2	OBJETIVOS	12
1.2.1	OBJETIVO GERAL.....	12
1.2.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	12
1.3	JUSTIFICATIVA	13
1.4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	A CRISE AMERICANA DE 2007/2008.....	14
2.2	A CRISE BRASILEIRA.....	18
2.3	RESSALVAS SOBRE O APREÇAMENTO DE AÇÕES.....	26
3	DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO.....	28
3.1	DIVISÃO DO PERÍODO POR FASES.....	28
3.2	O PERÍODO PRÉ-CRISE	30
3.3	PRIMEIRA FASE: O PÂNICO DA CRISE AMERICANA	34
3.4	SEGUNDA FASE: EUFORIA.....	37
3.5	TERCEIRA FASE: A LONGA DECEPÇÃO E A CRISE BRASILEIRA.....	40
3.6	QUARTA FASE: A APOSTA NA RECUPERAÇÃO	43
3.7	COMPARAÇÃO COM INDICADORES DA ECONOMIA BRASILEIRA	45
4	CONCLUSÃO	46
	REFERÊNCIAS.....	48

1 INTRODUÇÃO

A partir de 2008, a economia mundial passou por sua maior crise desde 1929. Anos depois, notadamente a partir de 2014, o Brasil viveu a maior recessão de sua história. A desvalorização dos ativos em bolsa é um dos efeitos mais profundos das crises e um dos mais significativos reflexos do sentimento dos agentes em relação às perspectivas econômicas.

Entretanto, a pontuação nominal de uma bolsa costuma ser insuficiente para medir o real tamanho da desvalorização das ações do país. Para a comparação com outras bolsas, é preciso achar um referencial comum. Nossa proposta para Trabalho de Conclusão de Curso é comparar o desempenho de um Exchange Traded Fund (ETF) representante dos ativos da bolsa brasileira com índices representantes de outras economias, negociados em uma mesma localidade e moeda.

1.1 EXPOSIÇÃO DO TEMA E DO PROBLEMA

O preço negociado dos ativos em bolsa de valores é um importante referencial da economia. Reflete, em primeiro lugar, as expectativas de lucros futuros trazidas a presente das principais empresas do país, descontadas pelo risco associado pelos investidores às empresas e à economia.

O principal referencial de ações brasileiras é o Índice Ibovespa. Segundo o site da BOVESPA, seu objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Porém, o preço nominal de um índice como o Ibovespa pode ser enganoso para a comparação com índices de outros países, porque é medido na moeda nacional e, em tese, incorpora a variação inflacionária desta moeda através do tempo.

Com a globalização financeira e a facilitação das operações, a participação de investidores estrangeiros na compra de ações torna-se cada vez mais importante e influenciadora nas oscilações locais. Esse investidor pode negociar diretamente na bolsa do país da empresa, mas é muito mais fácil investir

nas bolsas de seu país e na sua moeda. Isso é feito, tradicionalmente, através de títulos de empresas chamados Depositary Receipts e, desde a década de 90, também pode ser realizado através da negociação de Exchange Traded Funds – ETFs, que representam um conjunto de ativos.

Um americano interessado em comprar ações brasileiras pode comprar American Depositary Receipts e ETFs com simples ordens em um home broker ligado à Bolsa de Nova Iorque. Pode montar um portfólio exposto em Brasil com ordens de compra de ADRs como PBR (Petrobrás), VALE (Vale do Rio Doce), ITUB (Itaú Unibanco) e USNZY (Usiminas), por exemplo. Ou pode comprar apenas EWZ, o principal ETF formado por ações brasileiras negociado na mesma bolsa.

Fundada em 1792, a New York Security Exchange (NYSE) é a maior bolsa do mundo. Nela se negociam 90% das ações do Índice Dow Jones, segundo seu site.

Criado em 1896, o Dow Jones Industrial Average (DJI) é o índice mais tradicional das finanças mundiais. O Índice é formado pelas ações das trinta empresas líderes de mercado mais significativas da economia dos Estados Unidos, segundo avaliação de editores do Wall Street Journal.

Criado em 2000, o iShares MSCI Brazil Capped Exchange Traded Fund – EWZ espelha o índice MSCI Brazil Index, formado pelas principais empresas brasileiras negociadas no exterior.

O topo semanal anterior à Crise Americana, considerando os fechamentos, acontece no dia 12 de outubro de 2007 nas bolsas americanas. Fixando nesse ponto o referencial de análise, nos meses seguintes acontece uma queda que reduz os índices a valores próximos da metade. O Dow Jones cai 53% e o Ibovespa cai 50%, como observado no Gráfico 1. Entretanto, em dólares, o EWZ cai 63%, conforme o Gráfico 2.

O fundo no índice Dow Jones acontece na semana encerrada em 6 de março de 2009. Segue-se uma incrível subida das bolsas. No período de um ano e oito meses, o índice Dow Jones sobe 73%, o Ibovespa salta 96% e o EWZ chega a subir 142%.

Gráfico 1 – Evolução do Índice Dow Jones e do Ibovespa desde a Crise Americana.



Fonte: Autor, com dados de Google Finance (2017).

Gráfico 2 – Evolução do Índice Dow Jones e do EWZ desde a Crise Americana.



Fonte: Autor, com dados de Google Finance (2017).

A partir de novembro de 2010, entretanto, a bolsa brasileira entra em um período de cinco anos de queda, descolando-se das bolsas americanas. O Dow Jones continua a subida, ultrapassando em 14% o nível do topo pré-crise. O Ibovespa chega a um patamar de 61% do nível anterior à Crise Americana e o EWZ chega a valer apenas 23% do que valia no início da Crise.

Desde o começo de 2016, a bolsa brasileira apresenta recuperação. Ao fim do primeiro semestre de 2017, voltou nominalmente ao patamar do início da crise, de outubro de 2007. Em dólares, porém, o valor ainda era de 43% daquele patamar. O Dow Jones continua a subir, chegando a um patamar 51% superior ao seu topo pré-crise.

A pergunta a ser respondida nesse Trabalho de Conclusão de Curso é: qual é a real evolução dos preços negociados em bolsa dos ativos brasileiros no período a partir da Crise de 2007/2008?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral do trabalho de conclusão de curso é comparar a evolução dos preços de ações brasileiras em relação ao mercado internacional, da Crise de 2007/2008 até os tempos atuais e analisar relações das oscilações encontradas.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

De forma a atingir e complementar o objetivo geral, apresentam-se alguns objetivos específicos a serem alcançados no decorrer do trabalho:

- Analisar a evolução das ações brasileiras em dólares, a partir do IShares MSCI Brazil Capped ETF EWZ negociado na Bolsa de Nova Iorque;
- Analisar a evolução das ações americanas, a partir do Índice Dow Jones;
- Analisar a evolução das ações de países emergentes, a partir do iShares MSCI Emerging Markets ETF EEM da Bolsa de Nova Iorque, entre outros possíveis;

- Comparar as oscilações dos índices, apontando semelhanças e discrepâncias;
- Buscar possíveis associação de indicadores, eventos econômicos e políticos relacionados às variações.

1.3 JUSTIFICATIVA

A justificativa da pesquisa está na importância do estudo aprofundado da Crise Americana de 2007/2008 e da Crise Brasileira, com a utilização de referenciais que possibilitem a comparação dos fenômenos econômicos ocorridos no Brasil e externamente.

1.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Desenvolveremos o trabalho coletando e analisando comparativamente dados dos ativos financeiros objetos do estudo.

Os dados são obtidos facilmente através de provedores gratuitos de dados financeiros, como o Google Finance, englobando todas as cotações dos ativos a partir de 2008, o foco do trabalho.

A pesquisa em questão será, na maior parte, descritiva. A preocupação maior será de medir objetivamente as oscilações dos ativos representativos das ações brasileiras e internacionais e compará-las entre si e com indicadores internos da economia brasileira (como taxa de juros, inflação, produção) e externos (índices de commodities), utilizando-se ferramentas econométricas e estatísticas. No desenvolvimento da pesquisa, buscaremos possíveis explicações para os fenômenos.

A abordagem utilizada será, principalmente, quantitativa. As variações dos ativos serão medidas em números e comparadas estatisticamente entre si e com indicadores da economia brasileira. Pretendemos fazer o uso de gráficos sempre que for possível.

O estudo classifica-se como uma pesquisa documental de dados estatísticos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A CRISE AMERICANA DE 2007/2008

O operador de mercado financeiro Mark Baum termina de se convencer da existência de uma bolha imobiliária indo a um clube de strip-tease. Lá conhece uma dançarina que conta possuir diversos empréstimos lastreados na hipoteca de cinco casas e um apartamento, sobre os quais só precisou dar 5% de entrada. “Como todas as outras aqui”, ela complementa. É um trecho da versão cinematográfica da obra *The Big Short* (2015), de Michael Lewis, que retrata a bolha imobiliária americana, principal responsável pela crise financeira que teve sua fase mais aguda em 2008.

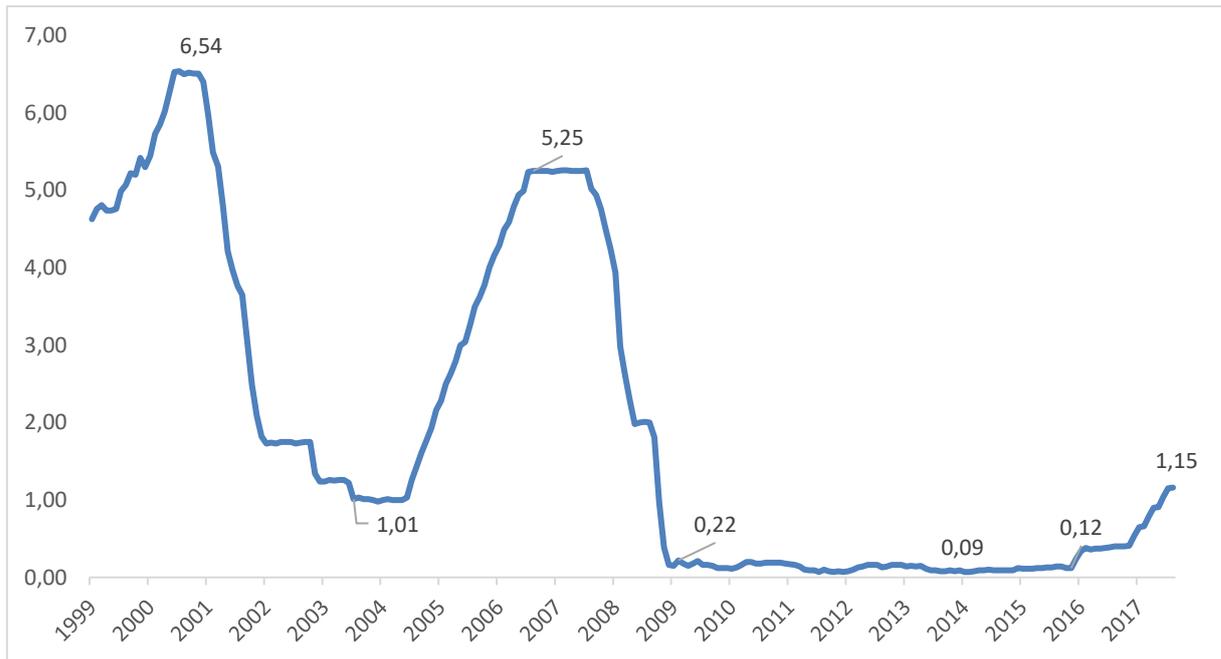
Na origem da crise estão incentivos crescentes - com efeitos mal avaliados - a empréstimos para habitação.

Fannie Mae e Freddie Mac são agências habitacionais controladas pelo governo americano, seguradas pelo Tesouro dos Estados Unidos, embora estivessem formalmente sob regime privado nas décadas anteriores à crise. A primeira foi criada pelo New Deal, de Franklin Roosevelt, em 1938, para dar liquidez ao setor de crédito imobiliário. A segunda, em 1970, para expandir a mesma iniciativa. Compravam os empréstimos hipotecários realizados por bancos privados e, na prática, assumiam seus riscos. Mais do que isso, com a compra liberavam os limites prudenciais dos bancos para concederem novos empréstimos.

Desde a década de 1990, havia crescido a pressão da classe política americana pela utilização das agências para que ajudassem pessoas que não preenchiam os requisitos financeiros mínimos usualmente exigidos para empréstimos a terem imóveis. Empréstimos passaram a ser concedidos com cada vez menos garantias, disseminando pelo mercado as chamadas hipotecas *subprime*.

Com a crise do estouro da bolha das empresas de tecnologia listadas na NASDAQ, em 2000, e com os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, o *Federal Reserve - FED* americano toma medidas agressivas para tentar evitar uma recessão e acaba por impulsionar o crescimento da bolha imobiliária, conforme o Gráfico 3. Os juros são derrubados de 6,5% ao ano (maio de 2000) para 1% (junho de 2003), multiplicando o volume de dinheiro disponível para empréstimos, principalmente imobiliários.

Gráfico 3 – Taxa de juros efetiva do Federal Reserve Americano.



Fonte: Federal Reserve de St. Louis (2017).

Já em tendência crescente desde o começo da década de 1990, os preços dos imóveis dispararam. O movimento atrai a atenção de especuladores, que o impulsionam, contraindo os empréstimos facilitados então disponíveis, a fim de comprar imóveis e revender em seguida, lucrando com a subida de preços.

Em paralelo, a Fannie Mae e a Freddie Mac haviam passado a unir hipotecas e as vender como títulos no mercado financeiro. Apesar de misturarem empréstimos de boa e má qualidade nos títulos, estes recebiam das agências de risco nota máxima, o que incentivava o setor bancário a comprá-los em grande quantidade.

Superada a recessão do início da década, em 2004 diminuem as injeções monetárias do FED e os juros voltam a se aproximar dos patamares anteriores, atingindo 5,25% em junho de 2006. Hipotecas com taxas variáveis sobem 71% do fundo em 2004 até 2006, segundo cálculos de ROQUE (2017). Esfria a demanda por imóveis e aumenta número de calotes. Ao final de 2006, os preços começam a cair e a especulação perde a razão de existir. Pessoas param de pagar hipotecas, seja pelo fim da especulação, seja pelo aumento das taxas de juros. Os calotes disparam em 2007 e 2008. Imóveis são retomados, aumentando a oferta e forçando ainda mais a queda dos preços. Com o aumento exponencial da inadimplência, a crise passa a ameaçar o setor bancário.

Em *À Beira do Abismo* (2010), temos o relato do ex-Secretário do Tesouro dos Estados Unidos de 2006 a 2009, Henry Paulson Jr., sobre a evolução da crise, dividido em dias, com os bastidores da atuação do governo americano para, tardiamente, tentar evitar o desastre e as medidas tomadas a partir da sua deflagração.

Paulson descreve como importantes agentes financeiros estavam contaminados com títulos e derivativos imobiliários de baixa qualidade. Com o estouro da bolha, a desconfiança no valor avaliado dos títulos possuídos pelas entidades do sistema financeiro se espalhou, dentro e fora dos Estados Unidos, acabando por levar a uma onda de aversão ao risco e enxugamento de liquidez avassaladora em escala global.

O primeiro sinal de que a crise nas hipotecas ameaçava os bancos veio da França. Paulson relata que, em 9 de agosto de 2007 o Banco BNP Paribas anunciou a suspensão de resgates de três fundos com papéis hipotecários em carteira por “completa evaporação da liquidez”. O Banco Central Europeu interveio oferecendo empréstimos a todos os bancos do continente que necessitassem de recursos e 49 deles os aceitaram. O *Federal Reserve* americano também precisou oferecer grande volume de empréstimos aos bancos americanos.

Em outubro de 2007, com o mercado financeiro se dando conta do tamanho do problema em questão, acaba o *bull market* nas bolsas americanas. O Índice Dow Jones só voltaria àquele patamar 5 anos e 5 meses depois.

O primeiro banco americano em dificuldades que precisou ser negociado, com ajuda de um empréstimo do FED, foi o Banco Bearn Stears, adquirido pelo JP Morgan Chase, em março de 2008.

Ao mês de setembro, as agências Fannie e Freddie se encontravam em estado financeiro tão comprometido que precisaram ser oficialmente reestatizados pelo governo americano, com injeção de cerca de 200 bilhões de dólares.

Dias depois, é fechada a venda emergencial do Merrill Lynch pelo Bank of America, também sob incentivo do Federal Reserve.

Muito comprometido com títulos podres, o Banco Lehman não teve a mesma sorte e, sem compradores, tem a falência anunciada, a maior da história dos Estados Unidos - mesmo após intensa ação do governo americano nas tentativas de convencer potenciais compradores. Os mercados de todo o mundo entram em pânico, sem saber aonde a crise iria parar e quais outros bancos tomariam o

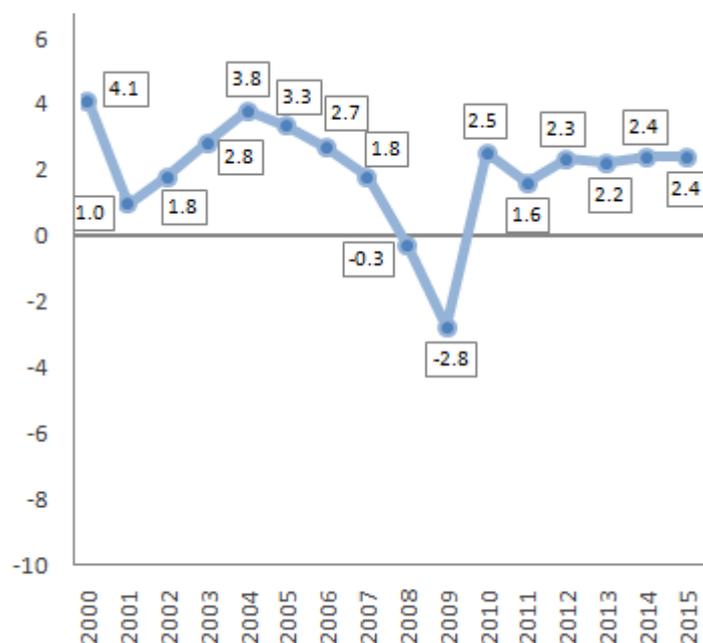
caminho da falência. É o momento mais dramático da Crise Americana. Disseminada a crise de confiança, empresas de fora do setor bancário também começam a ter dificuldades de financiamento das operações de curto prazo. A economia encolhe.

Alarmado com a gravidade que tomara a crise, o governo americano é forçado a praticamente estatizar a seguradora AIG, considerada grande demais para quebrar sem causar o colapso do sistema financeiro mundial.

Ainda em setembro de 2008, o governo americano decide que precisa injetar dinheiro nos bancos e assumir seus papéis podres de forma a evitar uma catástrofe ainda maior. É anunciado um pacote de resgate de 700 bilhões de dólares.

Nos anos seguintes o Federal Reserve derruba a taxa de juros para níveis mínimos históricos e injeta uma soma inédita de dinheiro por todo o setor financeiro americano através de programas denominados Quantitative Easings, a fim de estancar a crise. Desde 2010, o produto americano reage com crescimento moderado, conforme observado no Gráfico 4, apesar de a iniciativa governamental levantar críticas quanto à estatização de perdas e riscos privados realizada e preocupações em relação a efeitos imprevisíveis futuros de uma ação monetária de tamanha dimensão.

Gráfico 4 – PIB dos Estados Unidos de 2000 a 2015.



Fonte: Wikipedia, com modificações do autor (2017).

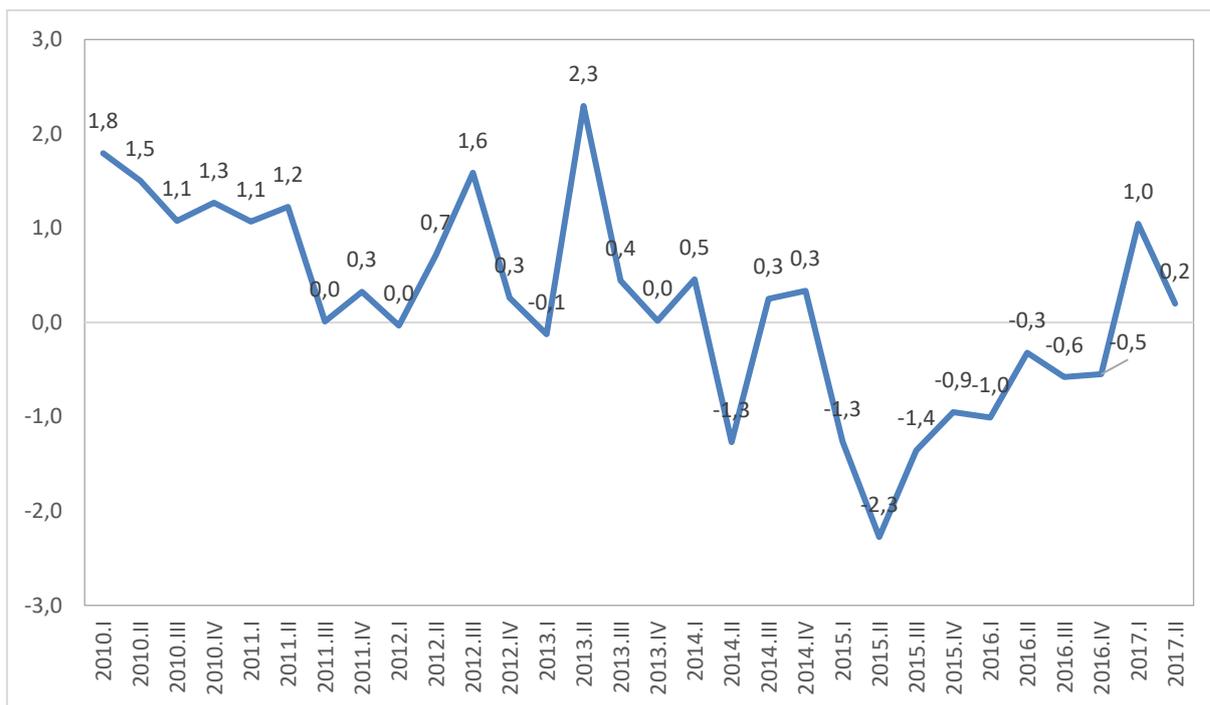
2.2 A CRISE BRASILEIRA

A obra *Anatomia de um Desastre* (2016) traz um detalhado relato sobre a grave recessão no Brasil de 2014 a 2017 e os eventos que a precederam. Identifica a gênese da crise na vitória da ala desenvolvimentista defensora de mais gastos públicos sobre a ala mais liberal, na condução da política econômica dos governos do Partido dos Trabalhadores. O grupo ganhou força marcadamente após a eclosão do escândalo do Mensalão, no ano de 2005, a queda do Ministro da Fazenda Antônio Palocci em um escândalo de quebra de sigilo bancário, em 2006, e o estouro da Crise Americana, em 2008.

A vitória das teses que ficariam conhecidas como Nova Matriz Econômica, defendidas por autoridades dos governos petistas como Guido Mantega e Dilma Rousseff, desde a segunda metade do Governo Lula, significaram nos anos seguintes uma maior tolerância com a inflação com objetivo de diminuição mais rápida de juros, a diminuição e posterior eliminação dos superávits do governo federal, o aumento de gastos com subsídios e estímulos à atividade econômica, a gestão econômica subordinada à política nas empresas estatais e um exacerbado intervencionismo estatal sobre a economia.

Tendo assumido o governo em sequência a anos de forte crescimento do PIB e de uma boa resistência do país ao choque externo da Crise Americana, a Presidente Dilma Rousseff decepcionara-se com a diminuição do desempenho do PIB na segunda metade de 2011 - seu primeiro ano de mandato (Gráfico 5). Passou a consultar nomes do setor produtivo nacional a respeito de suas queixas aos obstáculos encontrados para empreender. Os empresários apresentavam com frequência reclamações quanto ao alto volume de impostos, aos juros altos, ao câmbio considerado pouco competitivo e ao custo considerado alto da energia no país.

Gráfico 5 – Crescimento trimestral do PIB de 2010 a 2017.



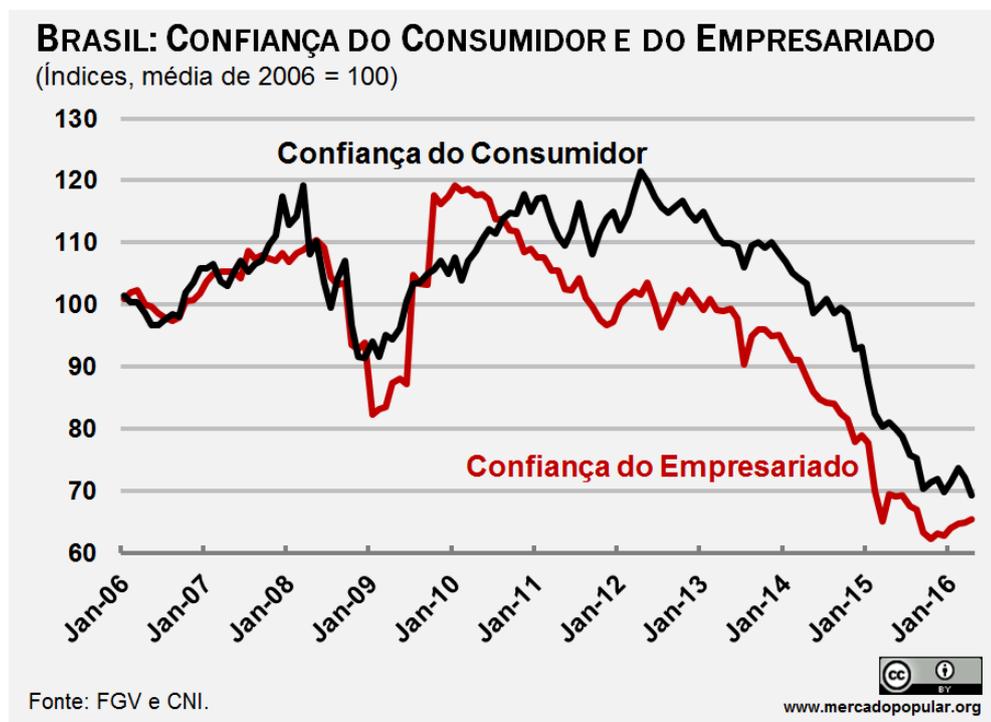
Fonte: IBGE (2017).

Principalmente a partir de 2012, o governo Dilma passa a intervir abertamente na economia com objetivo de estimular a produção. Decide forçar a diminuição do preço da energia, trabalhando em um plano para o setor elétrico, que seria anunciado no começo de 2013. O Banco Central, sob a presidência de Alexandre Tombini, já passara a diminuir juros em um ritmo além do esperado pelo mercado, desde agosto de 2011. Até outubro de 2012, a taxa SELIC cai de 12,50% para 7,25%. O governo passa a fazer pressão pela redução do spread bancário dos empréstimos dos bancos. Determina que Banco do Brasil e Caixa Econômica tomem a dianteira nessa redução. O volume de empréstimos do BNDS a juros subsidiados aumenta substancialmente. Setores escolhidos obtêm do governo federal desonerações fiscais. O governo age para que o dólar volte a subir sobre o real. Reajustes de preços da Petrobrás são barrados por orientação política para segurar a inflação. Dissemina-se a avaliação no mercado de que a economia está sofrendo intervenções indevidas.

PESSÔA (2016) enfatiza a ocorrência de uma forte queda de lucros e de caixa e de aumento de endividamento das empresas de 2010 a 2014, decorrentes de queda da produtividade. Os índices de confiança do empresariado despencam desde a posse de Dilma Rousseff (Gráfico 6). Em consequência diminuem

fortemente os investimentos, fato que seria o principal determinante da futura recessão.

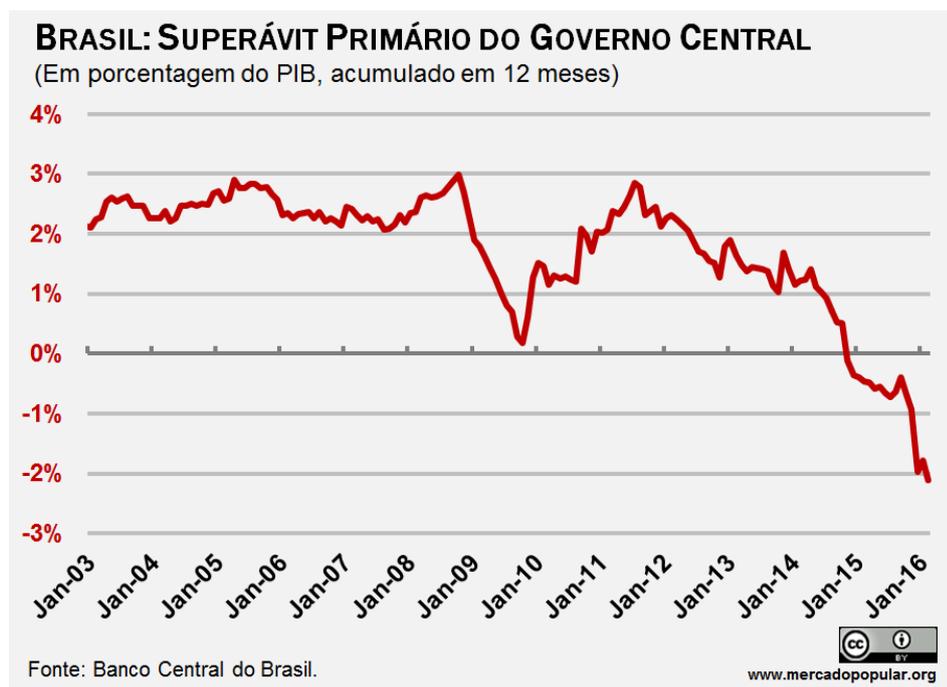
Gráfico 6: Confiança do Consumidor e do Empresariado (2006 a 2016).



Fonte: Instituto Mercado Popular, com dados de FGV e CNI.

O plano de estímulo da economia não obtém os resultados esperados e o crescimento do PIB em 2012 é de 1,92%, abaixo da meta do governo. Com maiores gastos e menor arrecadação, resultantes das medidas de estímulo fiscal, o governo federal passa a ter dificuldades de atingir as metas de superávit e começa a usar subterfúgios contábeis para alcançá-las, como manipulação de datas de pagamento, subtração de parte das despesas do resultado fiscal, reclassificação contábil de despesas e os atrasos de repasses a bancos públicos – que ficariam conhecidos como pedaladas fiscais (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Superávit Primário do Governo Central.



Fonte: Instituto Mercado Popular, com dados de Banco Central.

A partir de junho de 2012, a confiança do consumidor também passa a cair, em função dos altos índices de endividamento das famílias (Gráfico 6).

Em março de 2014, acontece a primeira fase da Operação Lava Jato, que descobre o maior esquema de corrupção da história do país, a partir da Petrobrás, comandado pelos principais partidos da base aliada da Presidente Dilma. Fortemente endividada, com queda brutal do valor de mercado e com investimentos sob suspeita de corrupção, o plano de investimentos da estatal é bastante reduzido, também alimentando a recessão.

No segundo trimestre de 2014 há a primeira queda forte do PIB, de 1,3% (Gráfico 5).

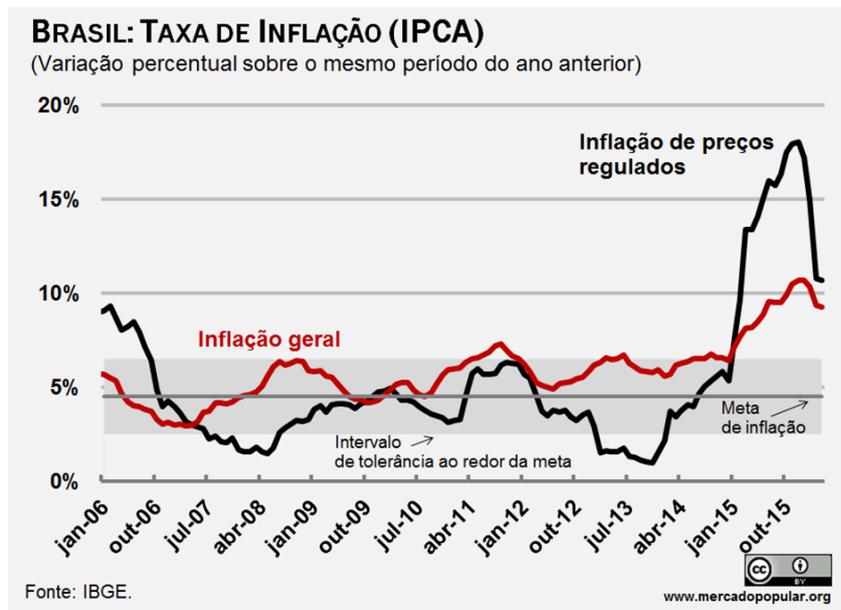
Com a aproximação das eleições de 2014 e a inflação em alta, o governo passa a segurar o reajuste de preços administrados. Passada a eleição, há a execução dos reajustes represados e a taxa de inflação - que desde 2010 já ficava mais próxima do teto da meta do que de seu centro - em 2015 chega a 10,67% (Gráfico 8).

Com maiores gastos, maiores juros para combater a inflação, menor superávit primário e menor arrecadação com desonerações fiscais e desaceleração

da economia, a dívida pública bruta em proporção do PIB dispara a partir de 2014 (Gráfico 9).

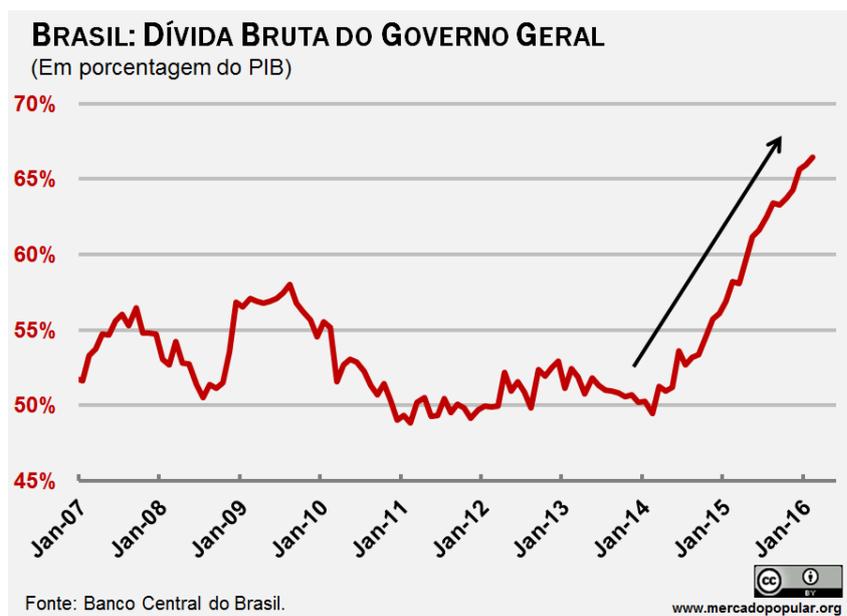
A disputa de narrativas econômicas das eleições presidenciais de 2014 foi em torno da discussão se o país estava em crise econômica e precisava de um ajuste fiscal (oposição) ou se não estava (situação).

Gráfico 8: Inflação geral e de preços regulados (2006 a 2015).



Fonte: Instituto Mercado Popular, com dados de IBGE.

Gráfico 9 – Dívida Bruta do Governo.

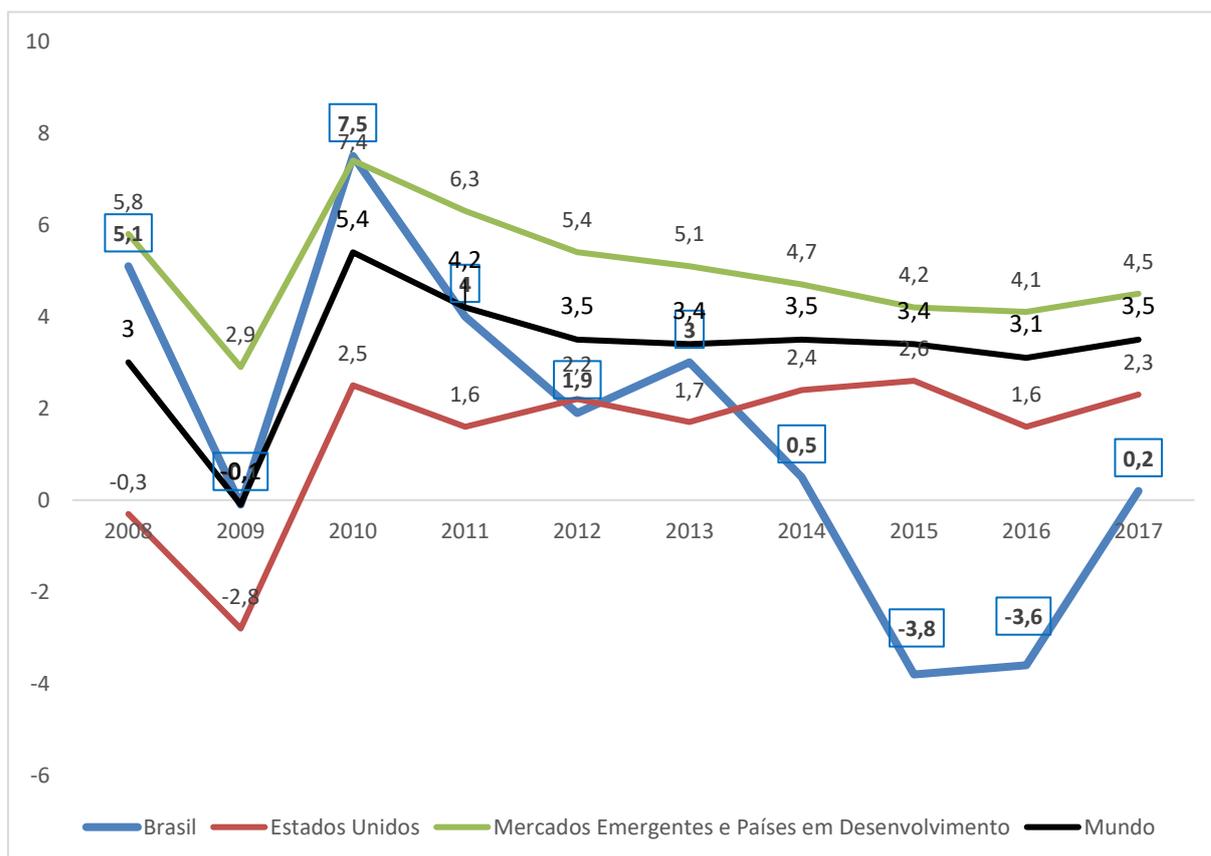


Fonte: Instituto Mercado Popular, com dados de Banco Central.

O crescimento da percepção de que havia sim uma crise em curso (juntamente com o impacto negativo dos desdobramentos da Operação Lava Jato) faz despencar a popularidade da presidente reeleita Dilma. Há o reajuste de preços represados, a troca do Ministro da Fazenda pelo economista de perfil ortodoxo Joaquim Levy e anúncio de medidas de ajuste fiscal, que acabam encontrando fortes resistências dentro do próprio partido da presidente.

Presidente e equipe econômica culpam a desaceleração da economia mundial pela recessão brasileira. A comparação de dados, entretanto, mostra que o desempenho da economia brasileira tem uma queda incomparavelmente mais aguda do que a economia do resto do mundo (Gráfico 10), a partir de 2011.

Gráfico 10 - Crescimento do PIB – Brasil e Resto do Mundo.



Fonte: Autoria própria, com dados de Fundo Monetário Internacional (2017). Dados de 2017 são previstos.

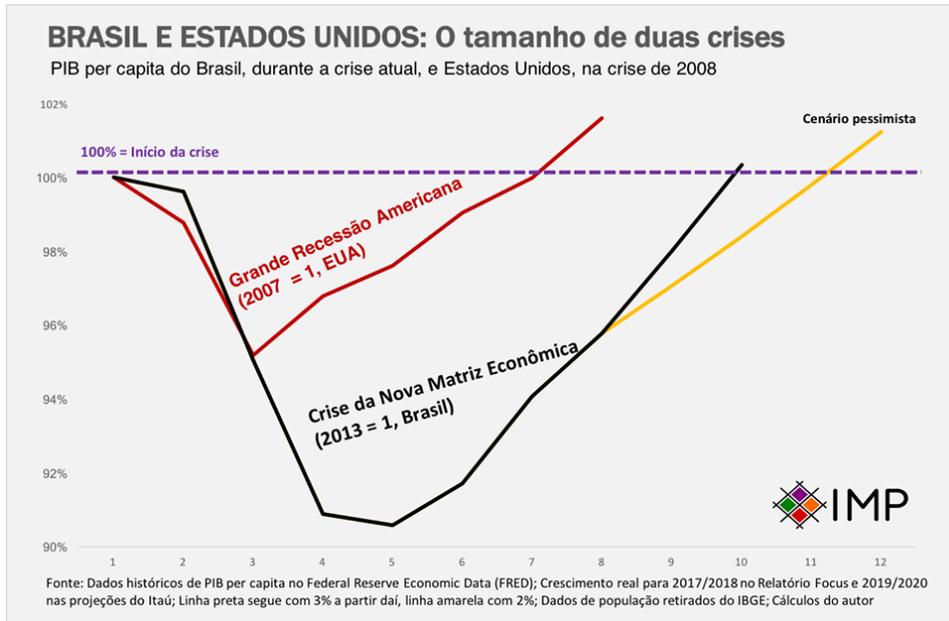
A fase mais aguda da recessão brasileira, com oito trimestres seguidos de queda do PIB, inicia-se no primeiro trimestre de 2015. Completando o péssimo cenário econômico, o desemprego aumenta rapidamente em 2015.

Em dezembro de 2015, o Presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha aceita pedido de abertura de processo de *impeachment* contra a Presidente Dilma.

A bolsa brasileira interrompe a longa tendência de queda ao fim de janeiro de 2016, com a expectativa de retomada da economia pelo afastamento da Presidente Dilma por ocasião da autorização de abertura do processo de Impeachment pela Câmara dos Deputados, que acaba se confirmando em abril de 2016. Assume como Presidente Michel Temer e Henrique Meirelles é nomeado Ministro da Fazenda.

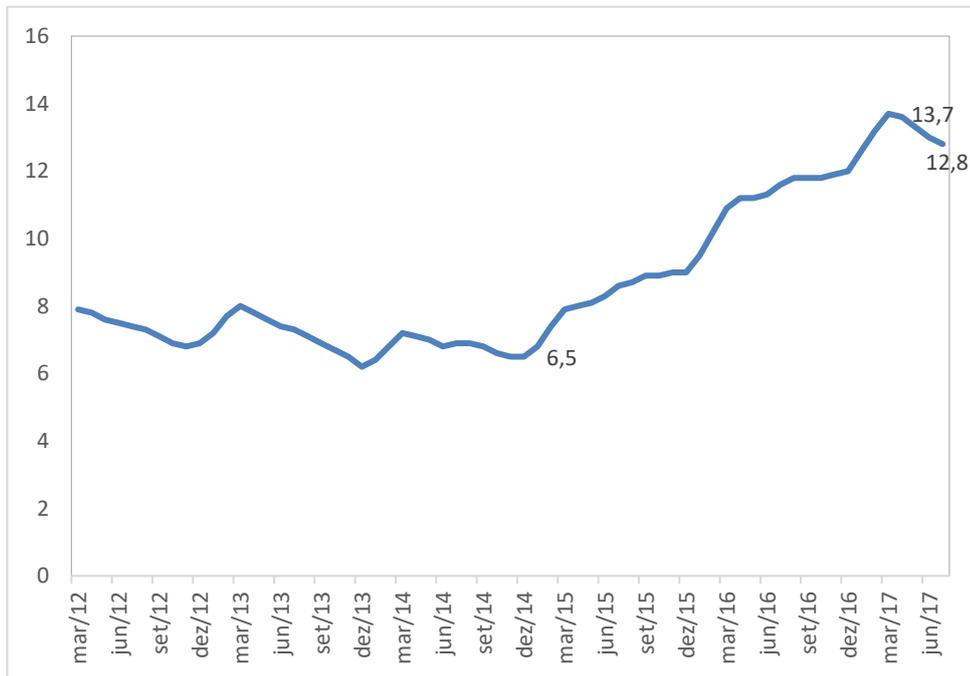
A economia real interrompe a sequência de trimestres consecutivos de queda do PIB apenas no 1º Trimestre de 2017 (Gráfico 5), ainda assim com um pequeno crescimento previsto para o agregado do ano. A queda do período recessivo totalizou cerca de 9%, um percentual bem acima do sofrido pelo PIB americano em sua crise (Gráfico 11). A inflação tem forte queda, chegando a ficar abaixo do piso da meta no acumulado em 12 meses, em agosto de 2017 (2,46%). A taxa de desemprego tem uma leve queda a partir de abril de 2017, mas permanece muito elevada ao fim do 1º semestre (Gráfico 12). O déficit fiscal do governo federal continua preocupante, tendo previsão de 159 bilhões anuais para 2017 e 2018. Além disso, o envolvimento do grupo do Presidente Michel Temer nos casos de corrupção investigados pela Operação Lava Jato mantém aceso o risco político percebido pelos agentes econômicos.

Gráfico 11 – O tamanho da Crise nos Estados Unidos e da Crise no Brasil.



Fonte: Instituto Mercado Popular (2016)

Gráfico 12 - Taxa de Desemprego no Brasil.



Fonte: IBGE (2017).

2.3 RESSALVAS SOBRE O APREÇAMENTO DE AÇÕES

Em relação ao estudo das ações, temos uma boa base teórica no Livro *Investindo em Ações no Longo Prazo*, do Professor Jeremy Siegel, da Wharton School.

O apanhado teórico encontrado nessa obra nos traz alertas sobre limitações de interpretações objetivas sobre o preço das ações, dada a complexidade de fatores envolvidos no apreçamento realizado pelo mercado. E ainda nos fornece pistas sobre o que pode estar relacionado às oscilações observadas.

A discussão sobre os determinantes básicos da valoração das ações começa pela estimativa fundamentalista clássica sobre o preço de uma ação ser a expectativa do mercado acerca dos lucros e dividendos futuros de uma empresa trazidos a valor presente com descontos - ligados à probabilidade de incidência de fatores que possam impactar as previsões.

Para SIEGEL, é usual, mas não é correto avaliar as ações como o valor presente de lucros futuros e sim dos dividendos futuros.

Cada empresa define uma política de dividendos, basicamente os distribuindo aos acionistas ou os retendo em certo período. Iniciativas de retenção de lucros objetivam aumentar os dividendos futuros, através principalmente de investimentos na própria empresa, pagamento de dívidas, recompra de ações ou aquisições de outras companhias. O efeito nas ações dependeria do impacto avaliado dessas retenções nos dividendos futuros e o mercado pode reagir positiva ou negativamente a cada uma delas, dependendo do contexto.

Lucros são essenciais para os dividendos, mas as formas de cálculo e apresentação dos lucros pelas empresas variam. São comuns os casos de maquiagem de prejuízos e obrigações nos resultados. E diversos fatores não expressos podem impactar os lucros e dividendos futuros, sendo necessária uma análise financeira completa da situação da companhia na hora de avaliar seu valor.

Entretanto, nos capítulos seguintes, SIEGEL vai elencar uma série de fatores que relativizam a concepção inicial de o preço das ações ser um reflexo exato das perspectivas de lucros e dividendos futuros, ideia atrelada à teoria das expectativas racionais e à hipótese dos mercados eficientes.

O capítulo “O Impacto do Crescimento da Economia na Avaliação do Mercado e a Próxima Onda de Idade” começa minimizando o efeito do crescimento econômico sobre o preço das ações e comenta outros fatores que efetivamente elevam e diminuem seus preços, como menores custos, menores impostos, taxas de juros, estabilidade econômica e retenções de lucros para investimentos. Ainda traça perspectivas sobre fatores que deverão aumentar ou diminuir os retornos de ações no futuro próximo, como uma diminuição decorrente do fenômeno do envelhecimento da população mundial.

O tópico “Relação Preço-Lucro”, do capítulo “Vencendo o Mercado”, traz uma importante reflexão sobre ações poderem estar sobreavaliadas ou subavaliadas em um dado momento, o que também destoa da teoria dos mercados eficientes.

Em seguida, o tópico “Ações como Hedge contra a Inflação”, do capítulo “Ouro, Política Monetária e Inflação” nos lembra que os efeitos da inflação sobre o preço das ações não podem ser ignorados (em linha com nossa opção por trabalhar com índices dolarizados).

Já o capítulo sobre “Ações e o Ciclo Econômico” é importante por analisar como o mercado quase sempre se antecipa aos ciclos econômicos (podendo, entretanto, emitir um alarme falso sobre o próximo passo do ciclo). Será importante termos isso em mente ao interpretar os resultados da pesquisa.

No capítulo “Quando Eventos Mundiais Impactam os Mercados” o autor minimiza o papel de eventos sobre as oscilações de mercado, porém reconhece o peso de decisões de política monetária e de eventos que afetam a variável incerteza.

O tópico “Importância da Volatilidade”, do capítulo sobre volatilidade de mercado é interessante por analisar o comportamento exagerado do mercado em momentos de crise ou euforia, quando tendem a ser abandonados os conceitos de precificação segundo retornos futuros esperados.

Por fim, o capítulo “Finanças Comportamentais e a Psicologia do Investimento” evidencia movimentos de mercado que fogem de estimativas racionais, decorrentes do aspecto psicológico dos indivíduos que operam os mercados.

3 DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO

3.1 DIVISÃO DO PERÍODO POR FASES

Gráfico 13 – Dow Jones, EWZ e EEM: de 2004 a 2017. Divisão por fases.



Fonte: Autor, com dados de Google Finance (2017).

Analisando as oscilações dos ativos de renda variável, em especial, das ações brasileiras, encontramos fases bem distintas, que estudaremos em sequência nesse trabalho. São elas:

- a) a primeira fase, a queda aguda da Crise Americana, começando em outubro de 2007, prosseguindo até o começo de 2009;
- b) a segunda fase, da euforia com uma expectativa de superação rápida da Crise, em 2009 e 2010;
- c) a terceira fase engloba a longa decepção com a recuperação dos mercados emergentes e, em especial, da economia brasileira, a partir do fim de 2010, incluindo o pior período da Crise Brasileira;
- d) a quarta fase, a aposta do mercado na recuperação da economia dos emergentes e do Brasil - com a expectativa de *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff.

Como referência de contexto, também analisaremos os últimos anos da fase que precedeu a Crise de 2007/2008, caracterizada por uma alta generalizada das cotações das ações mundiais, em especial dos países emergentes, e das commodities, desde 2001/2002 até o topo pré-crise, de 2007/2008;

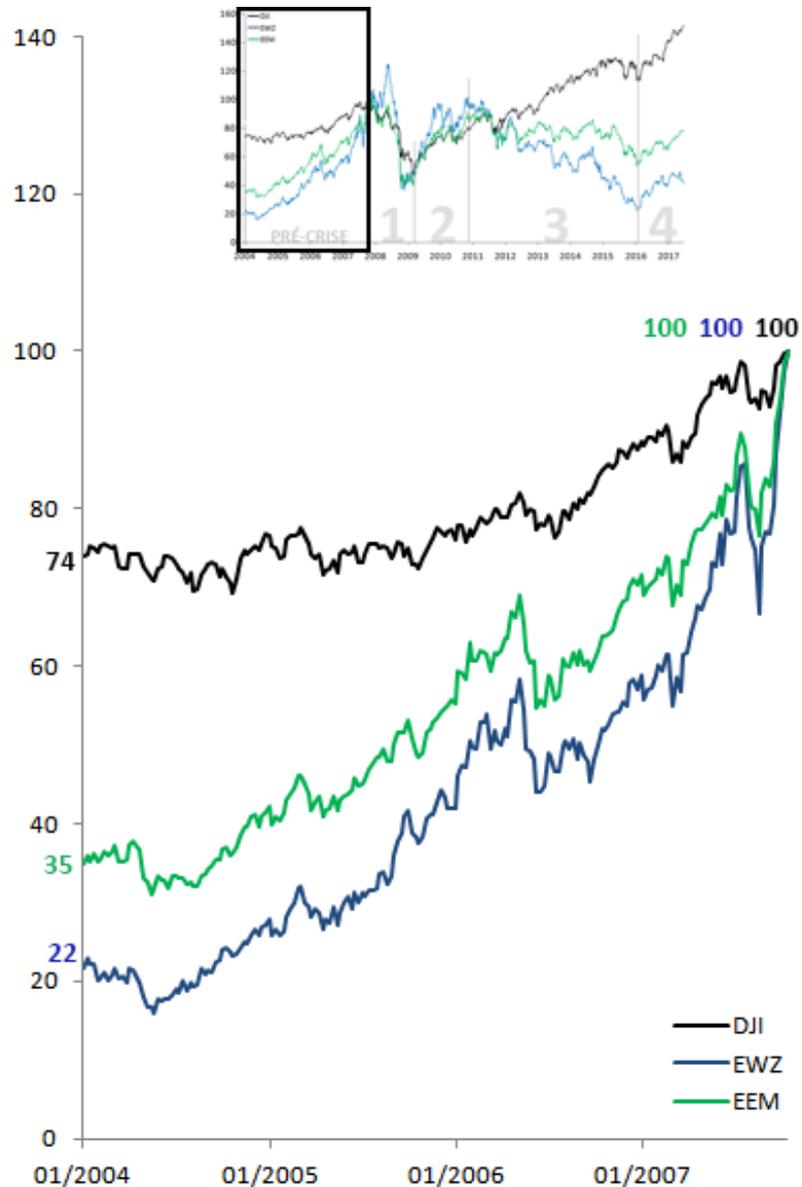
Tabela 1 – Resumo das fases consideradas no trabalho.

Fases	Início considerado	Fim considerado	Duração	Varição do índice EWZ
Pré-Crise	02/01/2004	12/10/2007	3 anos e 9 meses	354%
1 - Pânico da Crise Americana	12/10/2007	06/03/2009	1 ano e 4 meses	-58%
2 - Euforia	06/03/2009	05/11/2010	1 ano e 8 meses	142%
3 - Decepção	05/11/2010	22/01/2016	5 anos e 2 meses	-77%
4 - Aposta na Recuperação	22/01/2016	30/06/2017	1 ano e 5 meses	87%

Fonte: Autor, com dados de Google Finance (2017).

3.2 O PERÍODO PRÉ-CRISE

Gráfico 14 – DJI, EWZ e EEM: de 2004 ao topo pré-crise de 2007 (EUA).



Fonte: Autor, com dados de Google Finance (2017).

Conforme mencionado na fundamentação teórica, as bolsas mundiais e as *commodities* tiveram um período de forte alta desde o arrefecimento da Crise das Empresas de Tecnologia - a partir da forte queda de juros executada pelo Federal Reserve, com objetivo de evitar uma recessão - até a Crise Financeira de 2007/2008. Conforme o Gráfico 15, o Petróleo WTI é o primeiro a fazer fundo em

novembro de 2001. O Índice Dow Jones inicia a subida a partir de outubro de 2002. O Índice EWZ subiria 1.300% desde o fundo de setembro de 2002.

Gráfico 15 – Dow Jones, EWZ e Petróleo WTI: de 2000 ao topo pré-crise de 2008.



Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

Para o nosso estudo, consideramos a data de 02/01/2004 a 12/10/2007, uma vez que o ETF de países emergentes EEM é criado apenas em meados de 2003.

A semana fechada em 12/10/2007 é o referencial para as comparações do trabalho, é o topo no gráfico semanal do Índice Dow Jones antes da queda mais aguda da Crise Americana (o topo diário aconteceu no dia 9 de outubro de 2007). O petróleo já alcançara seu topo pouco antes, em 21/09/2007. Ainda em euforia, o topo nos índices brasileiros aconteceria apenas sete meses depois, na semana finalizada em 16 de maio de 2008.

Tabela 2 – Variações dos índices na fase pré-crise.

	Valor inicial (02/01/2004)	Valor final (12/10/2007=100)	Variação (%)
EWZ	22	100	354,5
EEM	35	100	185,7
Ibovespa	36	100	178,3
Petróleo WTI	40	100	150,0
Dow Jones	74	100	35,1

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

No período, há vantagem para a valorização dos ativos considerados de maior risco. O índice brasileiro de ações em dólar é o que tem a maior alta, com um incremento de 354,5%. O índice de emergentes sobe 185,7% e o Ibovespa em reais, 178,3%. O índice americano Dow Jones tem uma alta bem mais discreta, de 35,1%.

A análise de correlações (Tabela 3) entre os ativos revela uma correlação muito alta do EWZ com o EEM e com o Ibovespa em reais, ambas de 0,995, a maior dos períodos analisados. A correlação com o Dow Jones também é elevada, de 0,939. A menor correlação é com os preços do Petróleo WTI, de 0,815.

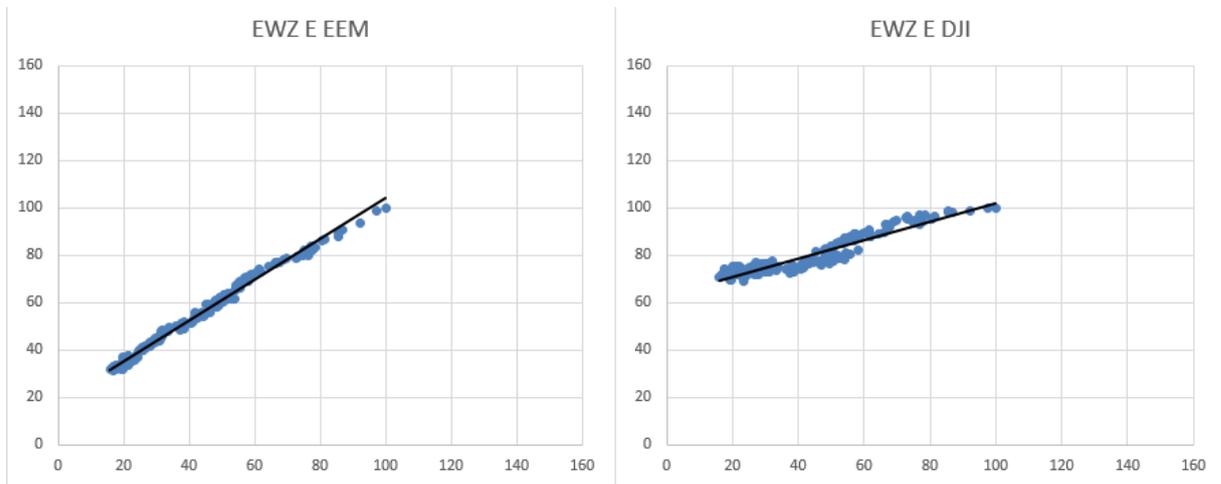
No Gráfico 16 comprovamos com a dispersão de valores entre os pares (EWZ e EEM) e (EWZ e DJI) a alta correlação existente, com valores bastante próximos aos das linhas de tendência.

Tabela 3 – Coeficientes de correlação no período pré-crise.

EWZ e EEM	EWZ e Ibovespa	EWZ e DJI	EWZ e Petróleo WTI
0,995	0,995	0,939	0,815

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

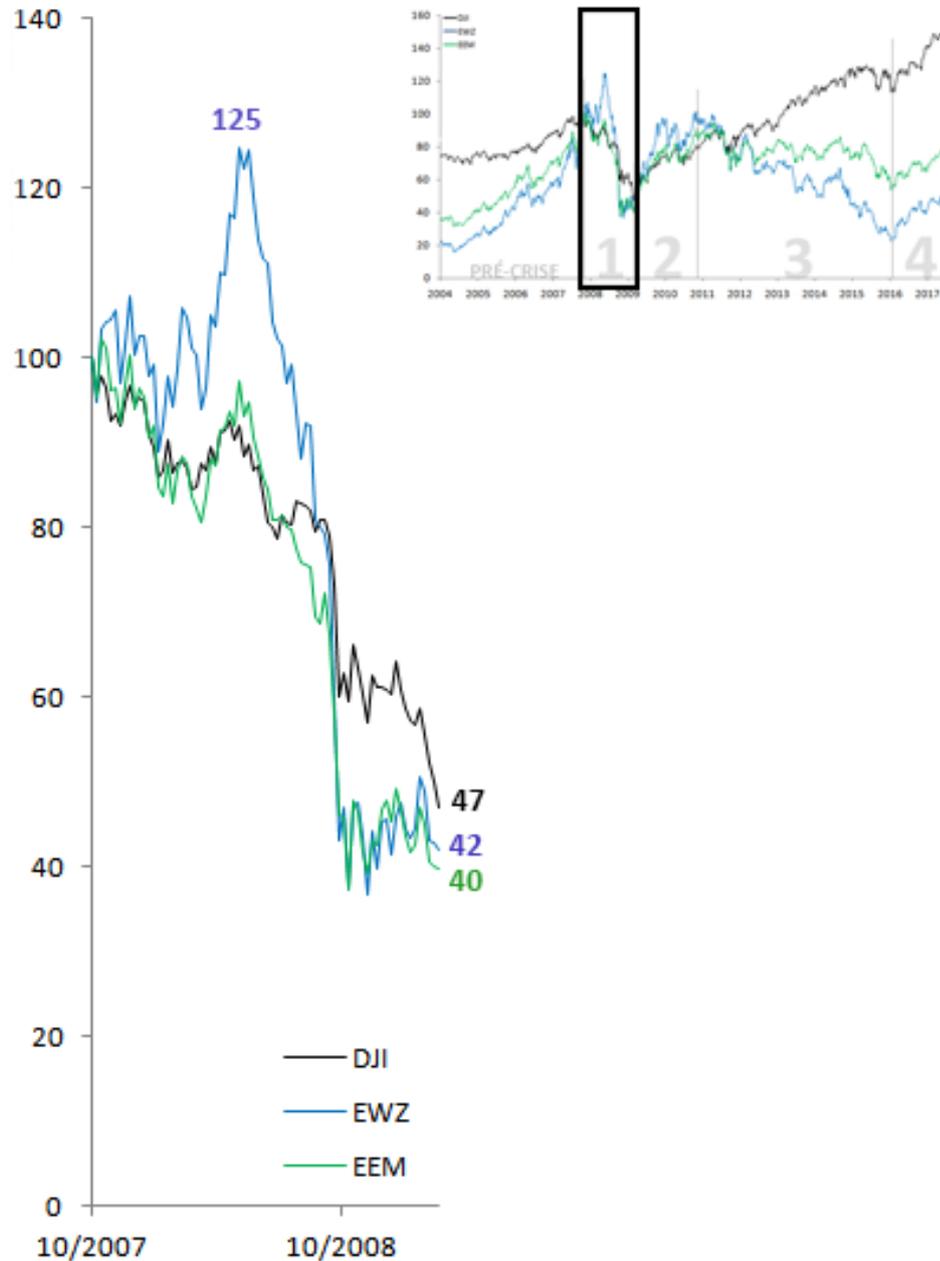
Gráfico 16 – Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) no período pré-criSES.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

3.3 PRIMEIRA FASE: O PÂNICO DA CRISE AMERICANA

Gráfico 17 – DJI, EWZ e EEM: do topo ao fundo da Fase 1.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

A primeira fase de nosso escopo compreende a queda aguda da Crise Americana, começando em outubro de 2007 e indo até março de 2009, quando ocorre o fundo no Índice Dow Jones, em que chega a valer apenas 47% do valor inicial.

É um período de grandes quedas para toda a renda variável, com exceção de ativos que funcionam como seguros contra a crise, como o dólar americano (alta de 32,5% em relação ao real). Ações emergentes em dólares caem 60,3%, o Dow Jones cai 53%. As ações brasileiras em dólares caem cerca de 58% no período considerado, porém a queda total é maior, porque ainda subiria 25% nos primeiros 7 meses do período para então cair fortemente, até 37% do valor de outubro/2007, fechando o período ao nível de 42%. A queda total do topo ao fundo do EWZ chegou a alcançar 70,4%.

A correlação entre EWZ e IBOV; EWZ e EEM; e EWZ e DJI continua sendo muito alta, respectivamente de 0,992, 0,963 e 0,922, conforme a Tabela 5. A correlação com commodities e petróleo é menor, porém ainda alta, respectivamente de 0,864 e 0,861.

No Gráfico 18, observamos um aumento da dispersão de valores entre os pares EWZ e EEM; e EWZ e DJI, mas ainda com pontos próximos aos das linhas de tendência.

Tabela 4 – Variações dos índices na Fase de Pânico da Crise Americana.

	Valor inicial 12/10/2007	Valor final 06/03/2009	Variação (%)
Dólar/Real	100	133	32,5
Commodities	100	68	-31,7
Ibovespa	100	59	-40,6
Petróleo WTI	100	53	-47,0
DJI	100	47	-53,0
EWZ	100	42	-58,0
EEM	100	40	-60,3

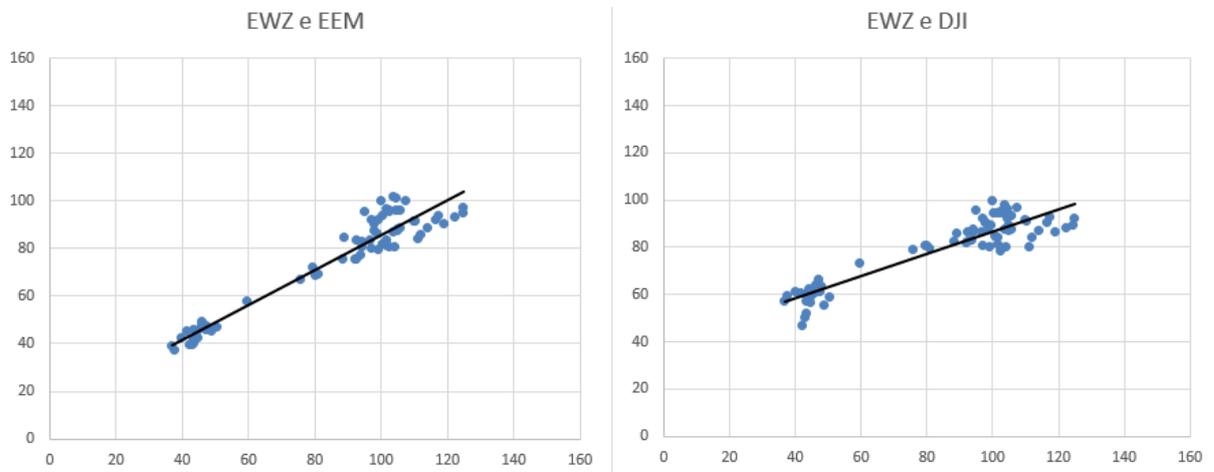
Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

Tabela 5 – Coeficientes de correlação na Fase 1.

EWZ e Ibovespa	EWZ e EEM	EWZ e DJI	EWZ e Petróleo WTI	EWZ e Commodities
0,992	0,963	0,922	0,864	0,861

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

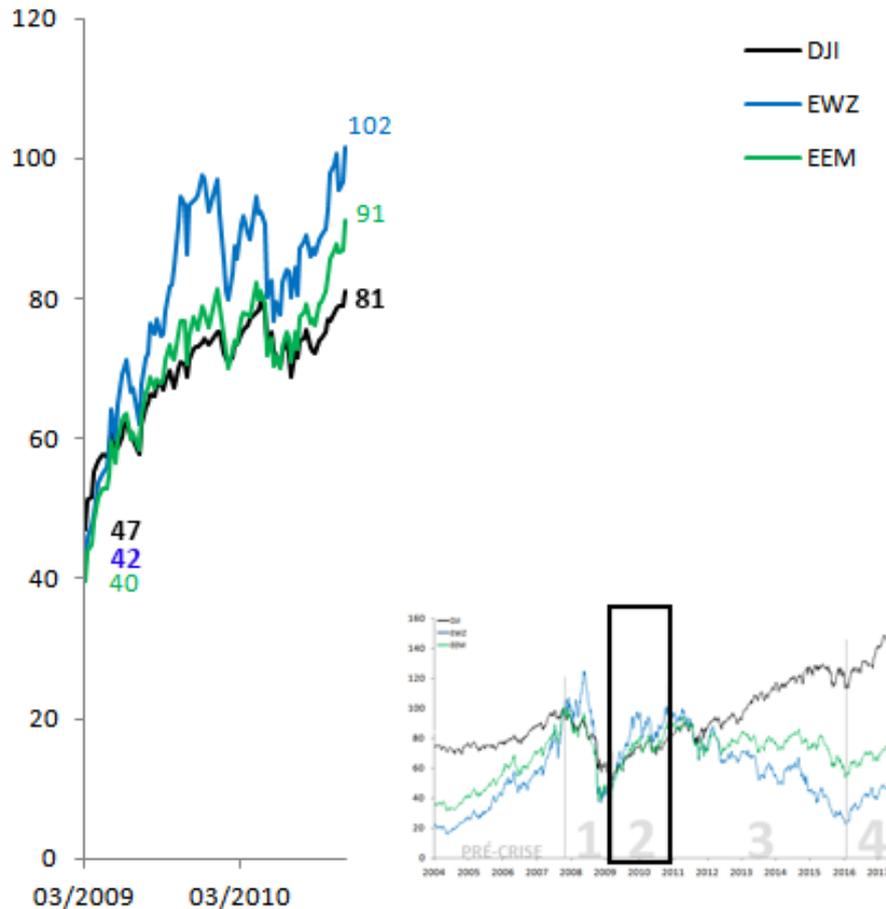
Gráfico 18 – Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 1.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

3.4 SEGUNDA FASE: EUFORIA

Gráfico 19 – DJI, EWZ e EEM na Fase 2.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

A partir de março de 2009, já iniciada a implementação dos planos de resgate do governo americano, as bolsas mundiais entram em um estado de euforia, apostando em uma recuperação rápida da economia mundial, num movimento que dura até novembro de 2010.

Como observamos na Tabela 6, mais uma vez, os movimentos de maior intensidade são das ações de países emergentes: as ações brasileiras do EWZ têm 142,5% de alta e o EEM valoriza 129,8%, superando os patamares pré-crise de 2007. O Índice Dow Jones também tem destacada alta, de 72,7%. O dólar recua 29% ante o real no período.

Tabela 6 – Variações dos índices na Fase 2.

	Início 06/03/2009	Fim 05/11/2010	Variação (%)
EWZ	42	102	142,5
EEM	40	91	129,8
Petróleo WTI	53	104	96,2
Ibovespa	59	116	95,7
DJI	47	81	72,7
Commodities	68	94	37,6
Dólar/Real	133	94	-29,0

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

A Tabela 7 demonstra, mais uma vez, coeficientes de correlação muito altos do EWZ com os demais ativos de renda variável na fase de euforia. Os coeficientes estiveram acima de 0,9 com EEM, Ibovespa, DJI e Petróleo WTI. Nesse período, encontramos a maior correlação com o índice de ações americano e com os preços do petróleo na comparação com outros períodos, sendo respectivamente, de 0,947 e 0,920.

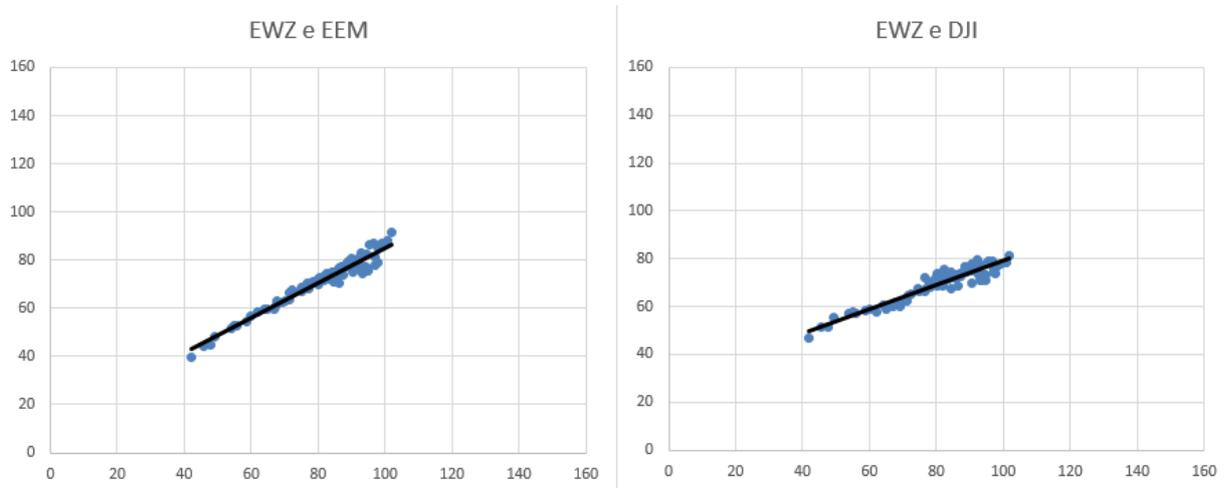
Pelo Gráfico 20, notamos uma reaproximação de valores entre os pares (EWZ e EEM) e (EWZ e DJI) às retas das linhas de tendência.

Tabela 7 – Coeficientes de correlação na Fase 2.

EWZ e EEM	EWZ e Ibovespa	EWZ e DJI	EWZ e Petróleo WTI	EWZ e Commodities
0,975	0,977	0,947	0,920	0,827

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

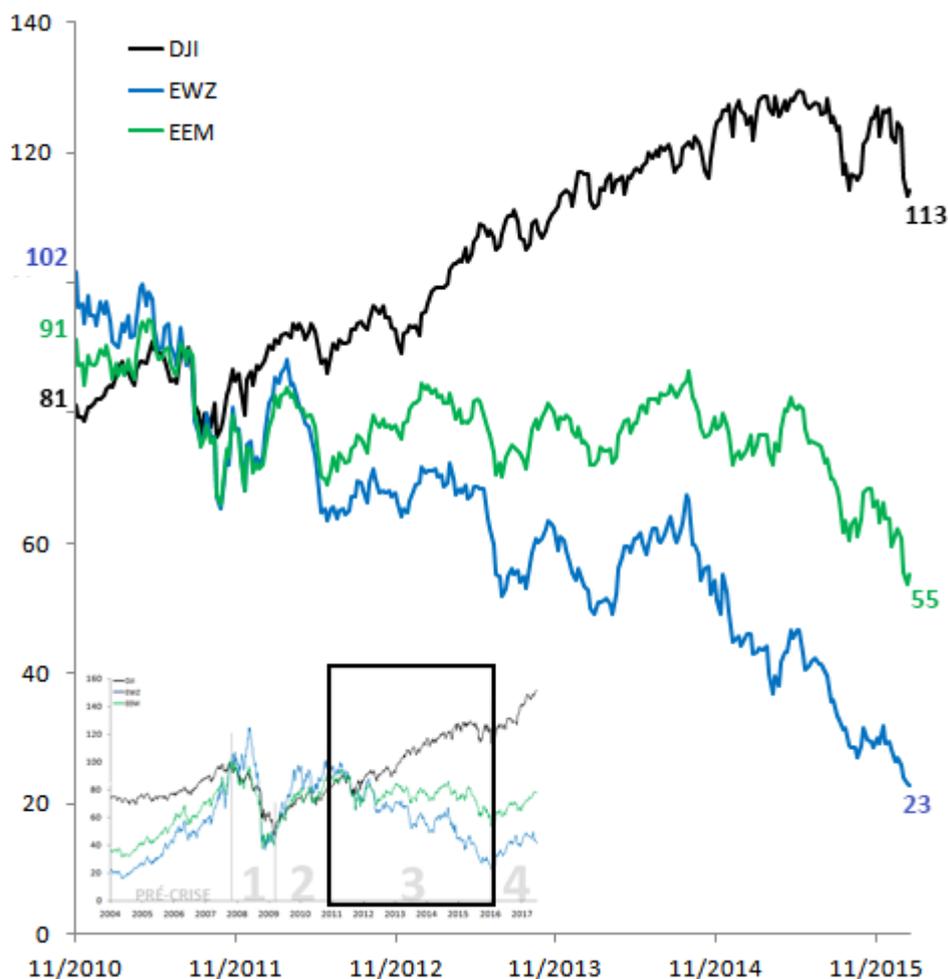
Gráfico 20 – Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 2.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

3.5 TERCEIRA FASE: A LONGA DECEPÇÃO E A CRISE BRASILEIRA

Gráfico 21 – DJI, EWZ e EEM na Fase 3.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

A terceira fase representa a decepção com a recuperação das economias dos países emergentes e engloba o período de desenvolvimento da crise brasileira. Tem longa duração, de 5 anos e 2 meses, de novembro de 2010 a janeiro de 2016. Em campo oposto, as ações americanas e o dólar se valorizam.

A maior queda do período é do EWZ, que chega a atingir o patamar de apenas 23% do topo pré-crise de 2008, conforme a Tabela 8. Em seguida, temos petróleo (-65,4%), commodities (-53%) e o Ibovespa em reais (-47,6%). A queda dos emergentes em dólares é de 39,8%. O Dow Jones tem alta de 40,4%, superando o patamar pré-crise de 2007, e o dólar americano avança 136,6% sobre o real.

Tabela 8 – Variações na Fase 3.

	Valor inicial (05/11/10)	Valor final (22/01/16)	Variação (%)
Dólar/Real	94	223	136,6
DJI	81	114	40,4
EEM	91	55	-39,8
IBOV	116	61	-47,6
Commodities	94	44	-53,0
Petróleo	104	36	-65,4
EWZ	102	23	-77,4

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

Através da Tabela 9, observamos que os coeficientes de correlação do EWZ com os demais ativos analisados são os menores observados dentre todas as fases (com exceção da correlação com commodities). A correlação com o índice de emergentes cai de 0,975 na fase 2 para 0,801 na fase 3. Em relação ao Dow Jones, a correlação é negativa, de -0,833, o que não ocorre em nenhuma outra fase analisada. A maior correlação é com o Ibovespa nominal e com as commodities.

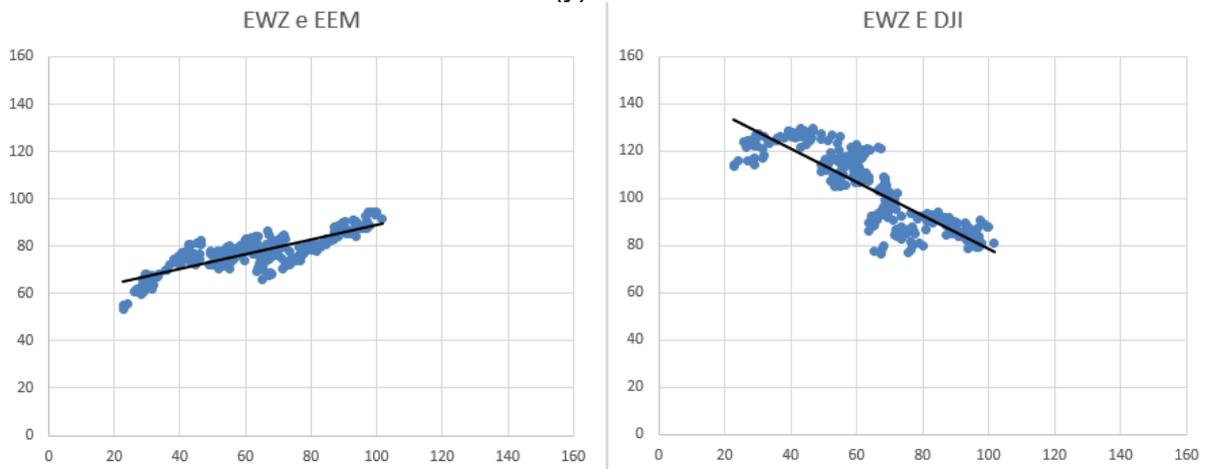
O Gráfico 22, notamos o afastamento dos valores entre os pares EWZ e EEM; e EWZ e DJI em relação às linhas de tendência e ainda a inversão do sentido da linha de tendência entre EWZ e DJI.

Tabela 9 – Coeficientes de correlação na Fase 3.

EWZ e Ibovespa	EWZ e Commodities	EWZ e EEM	EWZ e Petróleo WTI	EWZ e DJI
0,898	0,874	0,801	0,717	-0,833

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

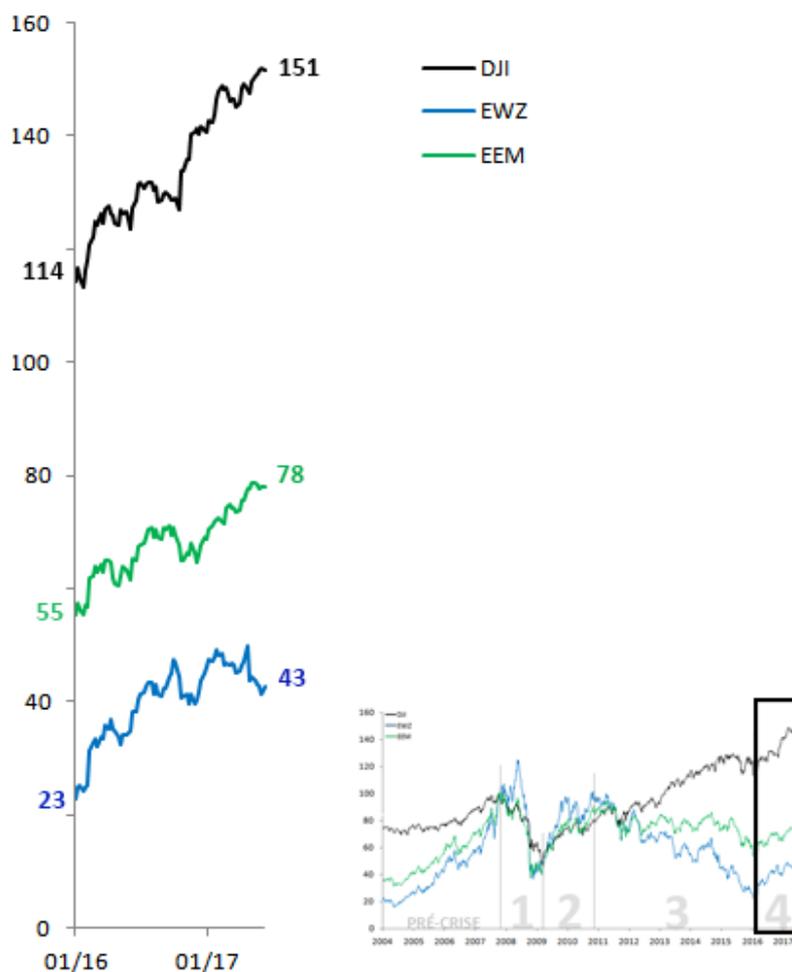
Gráfico 22 – Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 3.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

3.6 QUARTA FASE: A APOSTA NA RECUPERAÇÃO

Gráfico 23 – DJI, EWZ e EEM na Fase 4.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

A quarta fase representa uma nova aposta na recuperação das economias dos mercados emergentes e, principalmente, da economia brasileira, em 2016 e 2017.

Conforme a Tabela 10, o índice EWZ valoriza-se 87% até o fim do primeiro semestre de 2017, indo de 23% ao nível de 43% do patamar pré-crise de 2007 (indo além de nosso período do estudo, ao fim do terceiro trimestre de 2017, continuou a valorizar-se até o patamar de 52%). O EEM valoriza-se 41,8% e o DJI, 32,5%.

Tabela 10 – Variações dos índices na Fase 4.

	Valor inicial (22/01/16)	Valor final (30/06/17)	Variação (%)
EWZ	23	43	87,0
Ibovespa	61	101	65,9
Petróleo WTI	36	55	52,2
EEM	55	78	41,8
DJI	114	151	32,5
Commodities	44	51	16,5
Dólar	223	185	-17,0

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

Os coeficientes de correlação voltam a subir na fase 4, porém sem voltar aos patamares pré-crise e das fases 1 e 2. A correlação do EWZ com os emergentes no período é de 0,864 e de 0,813 com o Dow Jones.

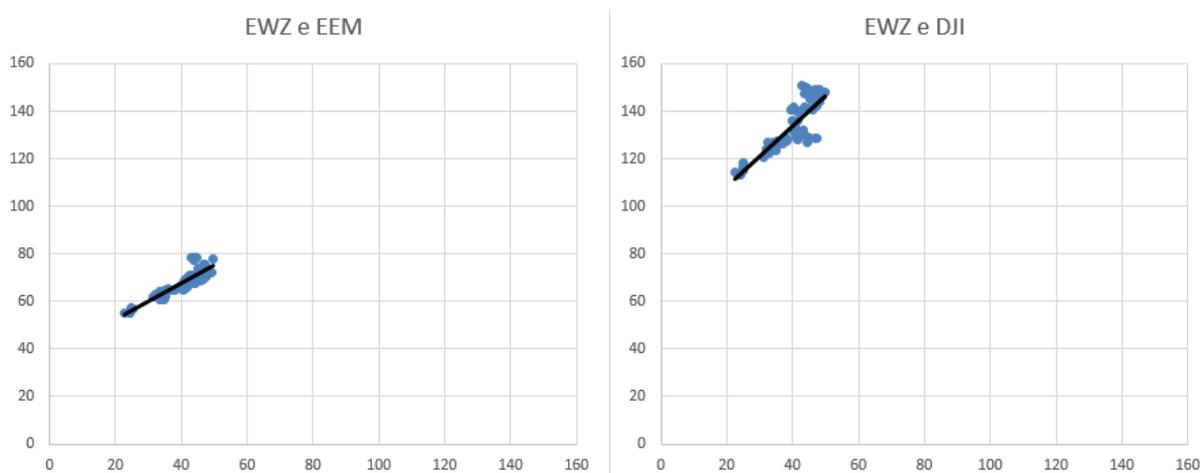
Pelo Gráfico 24, notamos uma maior aproximação na linha de tendência entre EWZ e EEM e uma dispersão mais elevada entre EWZ e DJI.

Tabela 11 – Coeficientes de correlação na Fase 4.

EWZ e Ibovespa	EWZ e EEM	EWZ e DJI	EWZ e Petróleo WTI	EWZ e commodities
0,985	0,864	0,813	0,812	0,772

Fonte: Autor com dados de Google Finance e US Energy Information Administration (2017).

Gráfico 24 – Gráficos de dispersão entre EWZ(x) e EEM (y); e EWZ (x) e Dow Jones(y) na Fase 4.



Fonte: Autor com dados de Google Finance (2017).

3.7 COMPARAÇÃO COM INDICADORES DA ECONOMIA BRASILEIRA

Comparamos também as variações trimestrais do EWZ com indicadores da economia doméstica, obtendo coeficientes de correlação muito mais baixos do que os encontrados com papéis relacionados a ações e *commodities*.

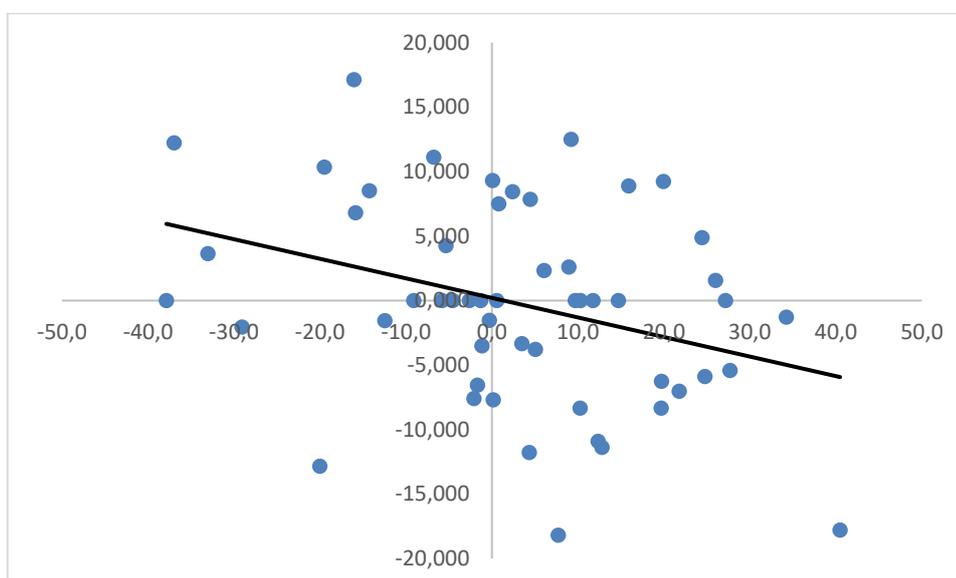
Conforme a Tabela 12, o maior coeficiente de correlação encontrado foi com a variação da taxa SELIC, em sentido negativo, de -0,337. Com o PIB, o coeficiente foi positivo, mas de apenas 0,261. Com o IPCA, encontrou-se uma correlação mínima.

Tabela 12 – Coeficientes de correlação com indicadores da economia brasileira.

EWZ e PIB	EWZ e IPCA	EWZ e taxa SELIC
0,261	-0,075	-0,337

Fonte: Autor com dados de Google Finance, IBGE e Banco Central (2017).

Gráfico 25 – Gráfico de dispersão entre as variações do EWZ(x) e da Taxa SELIC(y).



Fonte: Autor com dados de Google Finance e Banco Central (2017).

4 CONCLUSÃO

Analisamos no presente Trabalho de Conclusão de Curso os impactos da Crise Americana e da Crise Brasileira sobre as ações brasileiras em dólares, em comparação com outros referenciais importantes do mercado financeiro internacional.

Foi possível caracterizar quatro fases bem distintas: o pânico da Crise Americana (de outubro de 2007 a março de 2009), a euforia (março de 2009 a novembro de 2010), a decepção (novembro de 2010 a janeiro de 2016) e a aposta na recuperação (desde janeiro de 2016).

Pudemos constatar que as oscilações das ações brasileiras em dólares estiveram entre as maiores em todos os períodos, tanto positiva quanto negativamente, um comportamento típico de ações percebidas como investimentos de risco. As variações durante as quatro fases do estudo foram sequencialmente de -58%, 142%, -77% e 87%.

Vimos que tanto a Crise Americana quanto a Crise Brasileira impactaram fortemente o valor dos ativos de renda variável nacionais. Mesmo com a recuperação recente da fase 4, o valor do EWZ fechou o primeiro semestre de 2017 valendo um percentual de apenas 43% do que valia no topo anterior às crises do período analisado - contra os 78% de valor de fechamento do ETF dos mercados emergentes e os 151% do Índice Dow Jones.

Em que pese a alta correlação verificada entre os índices de ações na maior parte do tempo, pudemos constatar que o período de maior descolamento das ações brasileiras em relação ao mercado internacional ocorreu na fase 3, de gestação da Crise Brasileira, do fim de 2010 ao início de 2016. Nesse período, a média das ações de países emergentes opera em baixa enquanto as ações americanas se valorizam. A queda das ações brasileiras, entretanto, chega a ser quase o dobro da média dos países emergentes (quedas de 77,4% e 39,8%).

Ressalve-se que pode ser apontada como uma das razões para a intensidade da queda a imensa valorização das ações brasileiras no período pré- crise, sendo, entretanto, uma suposição que dificilmente possa ser comprovada ou refutada.

Por fim, encontramos coeficientes de correlação bem mais baixos das ações brasileiras em dólar com os principais indicadores econômicos da economia brasileira, sendo a maior correlação em intensidade a encontrada com a taxa SELIC, em sentidos inversos. O fenômeno está em conformidade com os frequentes descolamentos encontrados no período em estudo, entre os papéis do mercado financeiro e o desempenho da economia real, em linha com o que apontamos na fundamentação teórica.

REFERÊNCIAS

AMADEO, Kimberly. Fed Funds Rate History: Highs, Lows and Chart With Major Events. Disponível em <<https://www.thebalance.com/fed-funds-rate-history-highs-lows-3306135>>. Acesso em 2017.

ANCHITE, Claudine Furtado. ISSLER, João Victor. RACIONALIDADE E PREVISIBILIDADE NO MERCADO BRASILEIRO DE AÇÕES: UMA APLICAÇÃO DE MODELOS DE VALOR PRESENTE. Revista Estudos Econômicos da USP V. 32, N. 2 (2002)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS Sistema Gerenciador de Séries Temporais v2.1. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Acesso em 2017.

BARBOSA, Lúcio e MEURER, Roberto. Investimento estrangeiro em carteira no Brasil: Estudo empírico do comportamento do investidor de 1999 a 2012. Revista Brasileira de Economia de Empresas. V. 14, n. 2 (2014)

BASTOS, Erica Tostes de Siqueira Parrot. Impactos de surpresas macroeconômicas sobre o mercado brasileiro de ações. INSPER, São Paulo, 2014

BBC Brasil. Cronologia da crise. Disponível em <<http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2009/09/090902>>. Acesso em 2017.

BERNANKE, Ben. The Courage to Act. W. W. Norton & Company, 2015.

BERNANKE, Ben. The Federal Reserve and the Financial Crisis. Princeton University Press, 2013.

THE BIG SHORT. Direção: Adam McKay. Estados Unidos, 2015. Baseado no livro de LEWIS, Michael.

BM&F BOVESPA. Disponível em <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em 2017.

DE BOLLE, Monica. Como Matar a Borboleta-Azul. Ed. Intrínseca, 2016.

ETF Database. Disponível em <etfdb.com>. Acesso em 2017.

FRANZEN, André. MEURER, Roberto. GONÇALVES, Carlos Eduardo Soares. SEABRA, Fernando. Determinantes do Fluxo de Investimentos de Portfólio para o Mercado Acionário Brasileiro. Est. econ., São Paulo, 2009

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Disponível em <www.imf.org>. Acesso em 2017.

GÓES, Carlos. A ascensão e queda do PT em 13 gráficos. Disponível em <<http://mercadopopular.org/2016/05/a-ascensao-e-queda-do-pt-em-13-graficos>>.

Acesso em 2017.

GOOGLE FINANCE. Disponível em <www.google.com/finance>. Acesso em 2017.

GUJARATI, Damodar. Econometria Básica. Makron Books, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em <www.ibge.gov.br>. Acesso em 2017.

iShares by Black Rock. Disponível em <www.ishares.com>. Acesso em 2017.

LEVINE, David, STEPHAN, David e SZABAT, Kathryn. Estatística Teoria e Aplicações com o Microsoft Excel em Português. Editora LTC, 2016.

NAGANO, Marcelo Seido, MERLO, Edgard Monforte e SILVA, Maristela Cardoso. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. Revista da FAE v. 6, n. 2 (2003)

NUNES, Maurício S.; COSTA JR, Newton C. A. da e MEURER, Roberto. A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: uma análise econométrica para o Brasil. Rev. Bras. Econ. [online]. 2005, vol.59, n.4. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1590/S0034-71402005000400004>>. Acesso em 05/05/2017.

The New York Stock Exchange. Disponível em <www.nyse.com>. Acesso em 2017.

PAULSON, Henry. À Beira do Abismo Financeiro. Ed. Elsevier, 2010.

PESSÔA, Samuel. Os Dois Momentos da Depressão Brasileira. Folha de São Paulo, 2016.

RANGEL, Rodrigo Lima. O impacto da crise financeira de 2008: uma avaliação dos betas das ações do índice S&P 500. Dissertação. Universidade de Brasília, Brasília, 2013.

ROQUE, Leandro. Como ocorreu a crise financeira americana. Disponível em <www.mises.org.br/Article.aspx?id=1696>. Acesso em 2017.

SAFATLE, Claudia, BORGES, João e OLIVEIRA, Ribamar. Anatomia de um desastre. Ed. Portfolio-Penguin, 2016.

SIEGEL, Jeremy. Investindo em Ações no Longo Prazo. 4ª edição. Editora Campus-Elsevier. 2009.

SILVA, Andre Luis Ferreira da. Estabilidade dos betas das ações mercado brasileiro: uma avaliação em períodos de alta volatilidade. 2014

US Energy Information Administration. Disponível em <www.eia.gov>. Acesso em 2017.

VERAS MACHADO, Márcio André; REIS MACHADO, Márcia. Liquidez e precificação de ativos: evidências do mercado brasileiro. BBR - Brazilian Business Review, vol. 11, núm. 1, 2014.

WIKIPEDIA. Disponível em <wikipedia.org>. Acesso em 2017.