

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JULIO CESAR DE FREITAS SOUZA FERREIRA

MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO
Uma análise da expansão de 2017 a 2020

Rio de Janeiro

2021

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JULIO CESAR DE FREITAS SOUZA FERREIRA

MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO
Uma análise da expansão de 2017 a 2020

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2021

JULIO CESAR DE FREITAS SOUZA FERREIRA

MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO: UMA ANÁLISE DA EXPANSÃO DE 2017 A
2020

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 8/4/2021.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
Mestre em Economia pela UFRJ

KESIA DA SILVA BRAGA
Mestre em Economia pela UFRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha mãe Rosane, por sempre estar do meu lado e aos meus amigos por acreditarem em mim. Agradeço também ao professor Norberto por toda colaboração nesse processo que encerra um ciclo na minha vida.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo geral analisar a evolução recente do mercado de ações brasileiro, com foco no período 2017-2020. Mais especificamente, busca-se caracterizar a expansão vivenciada pelo mercado acionário nesse período e investigar os principais fatores macroeconômicos por trás desse boom. A hipótese investigada é que o comportamento das taxas de juros foi o principal fator desencadeador da recente fase expansiva do mercado de ações. A análise dos indicadores e das estatísticas descritivas sobre os mercados primário e secundário de ações permitiu identificar um sustentado processo expansivo no período 2017-2020, a despeito do fraco desempenho macroeconômico, com baixas taxas de crescimento e investimento. Argumenta-se que o processo de queda da taxa de juros básica e a entrada de novos investidores na bolsa brasileira foram os principais fatores que alimentaram o *boom* recente. A hipótese do trabalho, portanto, é verificada.

Palavras-chave: Mercado de ações; Taxa de juros; Fase expansiva; Análise dos indicadores; Novos investidores.

ABSTRACT

This work aims to analyze the recent evolution of the Brazilian stock market, focusing on the period 2017-2020. More specifically, it aims to characterize the expansion experienced by the stock market in this period and investigate the main macroeconomic factors behind this boom. The hypothesis investigated is that the behavior of interest rates was the main triggering factor of the recent expansive phase of the stock market. The analysis of indicators and descriptive statistics on the primary and secondary stock markets allowed identifying a sustained expansive process in the period 2017-2020, despite the weak macroeconomic performance, with low growth and investment rates. It is argued that the fall of the basic interest rate and the entry of new investors in the Brazilian stock market were the main factors that fueled the recent boom. The hypothesis of the paper, therefore, is verified.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.2: Taxa de Câmbio Nominal R\$/US\$ - 2020	30
Gráfico 2.3: Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) – 2020	31
Gráfico 2.4 – Meta para Taxa Selic % ao ano	31
Gráfico 3.1: Retorno do Ibovespa ajustado pela inflação – 2007-2016	35
Gráfico 3.10: Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimentos em Ações – 2008-2020	42
Gráfico 3.11: Número de Emissões no Mercado de Renda Variável – 2015-2020	43
Gráfico 3.12: Volume de Emissões no Mercado de Renda Variável – 2015-2020	43
Gráfico 3.13: Movimentação dos Investidores Estrangeiros (R\$ Bilhões) – 2008-2020	45
Gráfico 3.2: Número de IPOs realizados na B3 – 2007-2016	36
Gráfico 3.3: Volume Negociado de IPOs na B3 (R\$ Milhões) – 2007-2016	36
Gráfico 3.4: Número de Follow-ons realizados na B3 – 2007-2016	37
Gráfico 3.5: Volume Negociado de Follow-ons na B3 (R\$ Milhões) – 2007-2016	37
Gráfico 3.6: Fechamento do Ibovespa e Taxa Selic 2011-2020	39
Gráfico 3.7: Evolução do Número de Pessoas Físicas Cadastrada na B3 - 2011-2020	40
Gráfico 3.8: Saldo Médio por Pessoa na B3 (R\$ Mil) – 2011-2020	41
Gráfico 3.9: Captação Líquida de Fundos de Investimento em Ações – 2008-2020	41

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1: Mercado de Capitais	14
Figura 1.2: Correlação entre as Variáveis Aplicadas na Análise Empírica	18
Figura 2.1: Índice de Materiais Básicos – 2014-2017	23
Figura 2.2: Gráfico Intradiário do Ibovespa	26
Figura 2.2: Taxa de Crescimento do PIB brasileiro - 2018-2020	29
Figura 2.3: Ibovespa – Evolução durante a pandemia de covid-19	29
Figura 2.3: Taxa de Investimento (FBCF/PIB) % - 2004-2019	32
Figura 3.1: Participação por Volume nas Ofertas Públicas de Ações – 2015-2020	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1: Segmentação do Mercado Financeiro	13
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1: Base de Dados de Bernardelli e Castro (2020)	17
Tabela 2.1 – Indicadores Macroeconômicos Seleccionados 2011-2020	32
Tabela 3.2 – Participação Percentual dos Investidores na B3 – 2015-2020	40
Tabela 3.3 – Destinação de Recursos das Emissões Primárias de Ações – 2015-2020	44
Tabela 3.4: Movimentação Detalhada dos Investidores Estrangeiros (R\$ Bilhões) 2008-20 ..	46

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1: O MERCADO DE AÇÕES E OS DETERMINANTES MACROECONÔMICOS DE SUA EVOLUÇÃO.....	11
1.1. Origem e evolução do mercado de ações.....	11
1.2. Mercado de Ações Brasileiro.....	13
1.3. Os determinantes macroeconômicos do desempenho do mercado de ações.....	16
1.4. Síntese.....	19
CAPÍTULO 2: CONTEXTUALIZAÇÃO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO BRASILEIRO E EXTERNO ENTRE 2017 E 2020.....	21
2.1. Cenário Macroeconômico antes de 2016.....	21
2.2. Cenário Macroeconômico Interno e Externo 2016-2017.....	24
2.3. Cenário Macroeconômico 2018-2019.....	26
2.4. Cenário Macroeconômico 2020: a pandemia da covid-19.....	28
2.5. Síntese.....	31
CAPÍTULO 3: A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES ENTRE 2017 E 2020.....	34
3.1. Breve caracterização do período de recessão entre 2011 e 2016.....	34
3.2. Período de expansão entre 2017-2020.....	38
3.3. Síntese.....	46
CONCLUSÕES.....	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	50

INTRODUÇÃO

O período que corresponde a 2013 e 2016 foi marcado por estagnação e deterioração, não somente, da economia brasileira, como também do mercado de ações. A crise política-fiscal enfrentada pelo governo brasileiro nesse período somada aos escândalos de corrupção afetaram a credibilidade do país e, por consequência, o mercado financeiro. Além disso, houveram fatores externos que impulsionaram essa queda do valor das ações como, por exemplo, a redução do nível de atividade industrial chinesa no período.

A recuperação econômica começa após um forçado processo de *impeachment* da presidente Dilma Rousseff e a expectativa de que o cenário macroeconômico brasileiro tivesse uma melhora em função das reformas administrativas. No entanto, não foi bem isso que aconteceu: a economia voltou a crescer em ritmo moderado durante os anos de 2017 e 2019, entretanto, descolando do “lado real” da economia, o mercado de ações teve uma forte fase de expansão pautada no processo de queda de juros e a necessidade de buscar ativos mais rentáveis por parte dos investidores.

Este trabalho tem como objetivo geral analisar a evolução recente do mercado de ações brasileiro, com foco no período 2017-2020. Mais especificamente, busca-se caracterizar a expansão vivenciada pelo mercado acionário nesse período e investigar os principais fatores macroeconômicos por trás desse *boom*. A hipótese do trabalho é que o comportamento das taxas de juros é o principal fator desencadeador da recente fase expansiva do mercado de ações.

A metodologia empregada no presente trabalho terá como foco a análise de estatísticas descritivas e de indicadores que permitam delinear a fase expansiva e iluminar as principais características desse processo. Serão utilizadas informações da bolsa de valores Brasil Bolsa Balcão (B3), da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), do Banco Central do Brasil (BCB) e de outras fontes complementares.

A monografia se divide da seguinte forma. O Capítulo 1 discute a relevância do mercado de ações para a economia e sintetiza as principais relações que esse mercado guarda com indicadores macroeconômicos, como crescimento econômico, taxa de investimento e taxa de juros. O Capítulo 2 fornece uma contextualização do ambiente macroeconômico no Brasil a partir de 2015. A análise dos indicadores e a caracterização da evolução do mercado de ações brasileiro é registrada no Capítulo 3. Por fim, a conclusão amarra e sintetiza os principais pontos levantados nesse trabalho.

CAPÍTULO 1: O MERCADO DE AÇÕES E OS DETERMINANTES MACROECONÔMICOS DE SUA EVOLUÇÃO

O presente capítulo tem por objetivo introduzir como o mercado financeiro é importante para o desenvolvimento de uma economia e quais são as variáveis macroeconômicas que estão diretamente correlacionadas com o desenvolvimento do mesmo.

Na Seção 1.1 faz-se uma breve contextualização do que é o mercado financeiro e como ele se desenvolveu ao longo dos anos abordando temas como mercado de crédito, de câmbio, monetário e, por último, de capitais. A Seção 1.2 aborda o tema de forma mais detalhada com foco no mercado de capitais brasileiro, trazendo para a discussão as funcionalidades do mesmo, os órgãos reguladores, a dinâmica do mercado e a finalidade de financiamento para as empresas como complemento do mercado de crédito.

Na seção 1.3 discute-se como as variáveis macroeconômicas afetam o direcionamento do mercado de ações, mais especificamente o índice Ibovespa. Argumenta-se que o mercado é pautado em cima das expectativas dos agentes e essas variáveis macroeconômicas servem como termômetro para as tomadas de decisões por parte dos mesmos. Por último, na seção 1.4 faz-se uma breve síntese do que vimos no capítulo trazendo os pontos a serem destacados para o prosseguimento do Capítulo 2, onde faz-se uma contextualização do cenário macroeconômico brasileiro entre os anos de 2017-2020.

1.1. Origem e evolução do mercado de ações

Tratar de assuntos envolvendo economia é para muitas pessoas algo difícil. Quando se fala de mercados financeiros surgem inúmeras dúvidas e as definições e os muitos termos utilizados podem vir a causar confusão. O mercado financeiro abrange desde as bolsas de valores, como Nasdaq e Bovespa, até mesmo simplesmente “os mercados”. Logo, o mercado financeiro refere-se a um mercado – ou conjunto de mercados –, onde ocorre a criação e a negociação de ativos financeiros, como ações, debêntures, títulos, derivativos, moedas e *commodities*. Ele desempenha um papel crucial na alocação dos recursos na economia, funcionando como intermediário, *locus* de criação de ativos e núcleo central da gestão da riqueza monetária (GIUDICCE; ESTENDER, 2017; EIZIRIK; OLIVEIRA, 2016).

Os mercados financeiros são onde os emissores e investidores compram e vendem ativos, por exemplo, com as empresas buscando levantar dinheiro para crescer ou gerenciar os riscos e com os investidores visando a ganhar dinheiro. Segundo Luchinni (2017), o mercado

financeiro é ambiente e mecanismo pelo qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços (subsistema de intermediação). Bertolo (2016) considera que mercado financeiro é o mercado onde os recursos excedentes da economia (poupança) são direcionados para o financiamento de empresas e de novos projetos (investimentos). Para Lima (2011), o mercado financeiro representa o ambiente no qual ocorrem as intermediações de recursos entre agentes econômicos superavitários e agentes econômicos deficitários, ou seja, os recursos fluem de um grupo para o outro através do mercado financeiro.

O funcionamento do mercado busca colocar em contato muitos agentes num mesmo “local”, tornando assim mais fácil para eles encontrarem uns aos outros. Pode-se subdividir o mercado financeiro em quatro grandes segmentos: câmbio, crédito e monetário e de capitais.

O mercado de câmbio é onde são realizadas negociações com moedas estrangeiras e pessoas interessadas em movimentá-las, como o dólar americano, o franco suíço e o euro. É o mercado utilizado nas negociações internacionais por investidores, exportadores, importadores e principalmente empresas. As operações nesse mercado não são livres e somente podem ser executadas por estabelecimentos autorizados pelo Banco Central do Brasil (LIMA, 2011).

Já o mercado de crédito trabalha com operações de financiamento de curto e médio prazo, voltadas para empréstimos e financiamentos às empresas e também concessão de crédito às pessoas físicas. Fazem parte desse os bancos comerciais, bancos múltiplos e sociedades financeiras. Muitas vezes são incluídas no âmbito do mercado de crédito as operações de financiamento de bens de consumo duráveis praticadas pelas sociedades financeiras (ASSAF NETO, 2009).

O mercado monetário refere-se basicamente à parte do mercado financeiro em que são negociados instrumentos financeiros com elevada liquidez e vencimentos de curto e curtíssimo prazo, como os títulos públicos. As negociações realizadas pelas instituições financeiras são abaixo de um ano. Como em qualquer outro mercado, o mercado monetário é onde se encontra compradores e vendedores (ASSAF NETO, 2009).

No mercado de capitais, por fim, ocorre a compra e venda de títulos, ativos financeiros de empresas e outras unidades econômicas, como ações, títulos e títulos de dívida de longo prazo. Ele dá aos investidores a oportunidade de participar como parceiros proporcionalmente no capital da empresa investida ou como credores. Em contrapartida, as empresas têm a possibilidade de colocar parte de seu capital ou angariar recursos entre um grande número de investidores com o objetivo de financiar o capital de giro ou a expansão da empresa. O quadro

abaixo apresenta a segmentação do mercado financeiro apresentando suas características (prazos e finalidade).

Quadro 1.1: Segmentação do Mercado Financeiro

Segmentos		Características	
		Prazos	Finalidade
Mercados financeiros	⇒ Mercado monetário	⇒ Curto e curtíssimo	⇒ Controle de liquidez monetária da economia e suprimentos momentâneos de caixa
	⇒ Mercado de crédito	⇒ Curto e médio	⇒ Financiamento do consumo e capital de giro das empresas
	⇒ Mercado de capitais	⇒ Médio, longo e indeterminado	⇒ Financiamento de capital de giro, capital fixo e habitação
	⇒ Mercado de câmbio	⇒ Curto e à vista	⇒ Transformação de valores em moeda estrangeira em nacional e vice-versa

Fonte: Lima (2018, p. 12).

1.2. Mercado de Ações Brasileiro

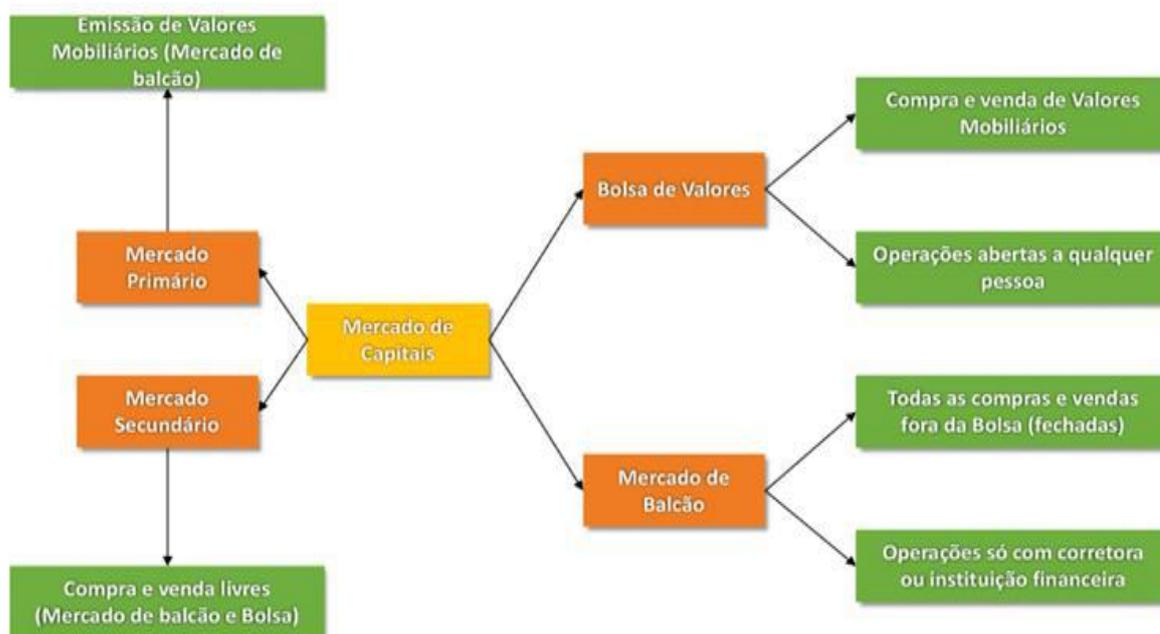
O mercado de capitais é uma "ferramenta" básica para o desenvolvimento econômico de uma sociedade, já que através dele a riqueza pode ser realocada para viabilizar o financiamento de investimentos. Mobiliza-se recursos, principalmente a médio e longo prazo, para financiar atividades produtivas (empresas, setor financeiro, governo), mas também se dispõe de instrumentos para melhorar a gestão de risco das empresas, incentivar a disciplina corporativa para garantir transparência e sucesso ao processo de captação ou criar a liquidez necessária para sustentar a atividade econômica. Nesse contexto, os mercados de capitais são uma fonte de financiamento para empresas em todo o mundo, contribuindo para a geração e o gerenciamento de riqueza em determinada sociedade.

Segundo Luchinni (2015) mercado de capitais é o complexo de instrumentos e instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização de recursos dos agentes compradores aos agentes vendedores. Diferentemente do sistema financeiro, no mercado de capitais há um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar maior liquidez aos títulos emitidos por elas, não existindo juros.

O mercado de capitais surgiu para cobrir uma lacuna deixada pelo mercado de crédito. Ele existe para atender às necessidades de financiamento de longo prazo das organizações por meio da emissão de títulos. Ele cumpre diferentes funções. Entre as mais importantes, podem ser citadas: o financiamento permanente da economia, mantendo a liquidez da poupança, a *precificação* de ativos, o financiamento de empresas ou a negociação justa de risco. (CAVALCANTI, 2009; LIMA, 2011).

O mercado de capitais compreende tanto o mercado de bolsa, organizado por uma ou mais instituições e regulamentado por organismos governamentais, o que no Brasil é feito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), quanto o mercado de balcão. Este último é denominado mercado de balcão organizado, quando existe fiscalização governamental e não organizado nos demais casos (PUC-GO, 2017).

Figura 1.1: Mercado de Capitais



Fonte: Fontenelle (2017).

Os principais títulos negociados pelo mercado de capitais são os representativos do capital de empresas, as ações, ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas, como debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers* (notas promissórias), que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação (BM&FBOVESPA, 2017).

Integram o mercado de capitais corretoras de valores, bolsa de valores e instituições financeiras, que são reguladas pela CVM principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização. Atualmente, esses mercados são gerenciados a partir de plataformas eletrônicas de fácil acesso de qualquer entidade e, em alguns casos, com disponibilidade para o público em geral. Do ponto de vista da infraestrutura, esses sistemas estão localizados em todas as partes do mundo, especialmente nos centros financeiros mais importantes do mundo, como Nova York, Hong Kong e Londres. No Brasil, a bolsa de valores fica em São Paulo, a Brasil Bolsa Balcão (B3).

O mercado de valores mobiliários se subdivide em bolsa de valores e mercado de balcão. A bolsa de valores é a entidade privada constituída sob a forma de associação civil ou sociedade por ações, tendo por membros corretoras de valores mobiliários. Ainda que sejam privadas, sua criação depende de autorização e supervisão governamental. Já o mercado de balcão congrega as operações realizadas fora da bolsa de valores. Ocorre quando, por exemplo, um investidor compra ações diretamente de uma corretora de valores ou de uma instituição financeira autorizada (FONTENELLE, 2017).

O mercado de capitais brasileiro apresentou um significativo crescimento e desenvolvimento nas últimas décadas. Apesar de anos de 1990 ter apresentado alguns indícios de contenção desse crescimento, é possível perceber um mercado, atualmente, bem diferente do anterior. Essa mudança vai além de melhores números nas estatísticas do mercado ao expor também, uma evolução conceitual:

“O avanço tem acontecido em relação a princípios e práticas que procuram garantir a manutenção das empresas no longo prazo, como a democratização do mercado, melhores práticas de governança corporativa e ética, com maior transparência na divulgação das informações, visando assim também, melhores relações com os investidores”. (CARVALHO, 2014, p. 48).

No caso dos mercados organizados de ações, tipicamente os negócios ocorrem através da bolsa de valores, que tem por objetivo principal permitir a realização de transações de compra e venda de títulos no mercado secundário, proporcionando liquidez ao mercado através dos pregões diários realizados em meio eletrônico.

A bolsa de valores do Brasil surgiu em 2008 com a fusão da Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa Holding S.A com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, a BM&F S.A, criando assim a única Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros em operação no Brasil, a BM&FBovespa. A nova bolsa, segundo Jordão (2014), formou-se como uma sociedade de capital aberto, o que a tornou a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, em preços

da época de R\$ 31 bilhões, e hoje em dia, observa Pinheiro (2014) é a bolsa oficial do Brasil com cerca de 370 empresas que chegam a valer em conjunto R\$2,32 trilhões (representando 80% do volume negociado de ações da América Latina).

As bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos e com funções de interesse público. Atuando a partir de do poder público, têm ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade. A função da bolsa é aumentar o fluxo de negociação de valores mobiliários:

“Além de seu papel básico de oferecer um mercado para a cotação dos títulos nelas registrados, orientar e fiscalizar os serviços prestados por seus membros, facilitar a divulgação constante de informações sobre as empresas e sobre os negócios que se realizam sob seu controle, as bolsas de valores propiciam liquidez às aplicações de curto e longo prazos, por intermédio de um mercado contínuo, representado por seus pregões diários. É por meio das bolsas de valores que se pode viabilizar um importante objetivo de capitalismo moderno: o estímulo à poupança do grande público e ao investimento em empresas em expansão, que, diante deste apoio, poderão assegurar as condições para seu desenvolvimento.” (BOVESPA, 2017)

1.3. Os determinantes macroeconômicos do desempenho do mercado de ações

É sabido que em tempos de alterações na economia, o mercado de ações se torna volátil e realiza movimentos bruscos, passando por altos e baixos, conforme as mudanças da macroeconomia. O índice Ibovespa é o principal indicador de desempenho do mercado de renda variável no Brasil¹ e nos últimos anos o índice teve uma variação percentual de aproximadamente 195%, entre janeiro de 2016 e o final de 2020, quando atingiu a pontuação de 119.527,63.

Os movimentos do mercado de renda variável são ancorados em cima das expectativas dos agentes econômicos, sendo assim, não é possível prevê-los com exatidão. As variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio, o produto interno bruto (PIB), a taxa básica de juros (taxa Selic) e a inflação (IPCA), são extremamente importantes e servem como termômetro para as tendências dos próximos movimentos como visto de forma empírica em alguns estudos (BERNARDELLI; BERNARDELLI, 2016; BERNARDELLI; BERNARDELLI; CASTRO, 2017; GRÔPPO, 2005; OLIVEIRA, 2006; OLIVEIRA; FRASCAROLI, 2014).

¹ Em 1968, foi criado o índice Ibovespa, que é composto pelas ações mais negociadas no mercado brasileiro e serve como referência para investidores locais e externos. Segundo Brondani, Baggio, Agudo e Sanjuán (2013), a finalidade do índice é indicar o comportamento médio do mercado de ações. Ver também Pimenta e Sherma (2010).

Em estudo recente, intitulado “Mercado acionário e variáveis macroeconômicas: Evidências para o Brasil”, Bernardelli e Castro (2020) utilizando dados de séries temporais que vão do início de 2003 até meados de 2019 para analisar os principais determinantes do desempenho do mercado acionário no país. A variável dependente escolhida foi o Ibovespa e as demais estão descritas na Tabela 1.1:

Tabela 1.1: Base de Dados de Bernardelli e Castro (2020)

Variável	Descrição	Fonte
Ibovespa	Bovespa - Índice Mensal - Pontos - (Logaritmizado)	Bacen (2019a) Série nº7.845
PIB	PIB mensal em dólar (US\$) - (Logaritmizado)	Bacen (2019a) Série nº 4.385
Câmbio	Índice da taxa de câmbio efetiva real (IPCA) - Jun/1993=100	Bacen (2019a) Série nº 11.752
Selic	Taxa de Juros - Taxa Overnight/Selic, valores diários acumulados no mês	Bacen (2019a) Série nº 4.390
Receita_gov	Resultado primário do governo central - receita total - a preços de 2003 - (Logaritmizado)	Bacen (2019a) Série nº 7.544
Dow_Jones	Índice de ações – Dow Jones – fechamento – Valor Econômico – GM366_DOW366 (Logaritmizado)	Ipeadata (2019)
Ibovespa_t-1	Ibovespa - variação percentual mensal - % - Defasada em 1 período	Bacen (2019a) Série nº 7.832
NFSP	NFSP sem desvalorização cambial (%PIB) - fluxo mensal corrente - resultado nominal - externa - governo fed. E banco central - %	Bacen (2019a) Série nº 5.310
Tendência	Valor crescente que recebe valor 1 no primeiro período da série e é acrescido de +1 em cada período	

Fonte: Bernardelli e Castro (2020).

*Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)

O modelo empírico proposto pelos autores é descrito na equação a seguir:

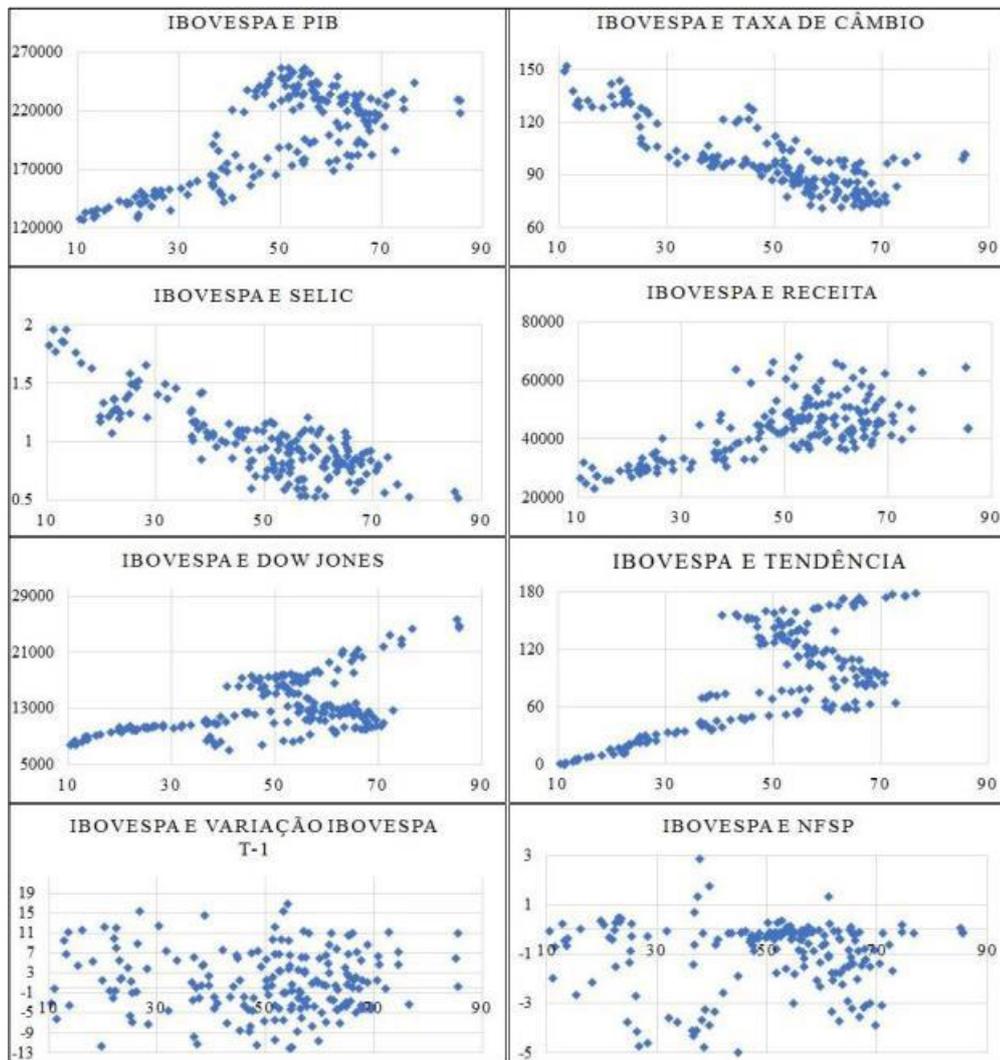
$$\ln Ibovespa_t = \beta_0 + \beta_1 \ln PIB_t + \beta_2 \text{Cambio}_t + \beta_3 \text{Selic}_t + \beta_4 \ln \text{ReceitaGov}_t + \beta_5 \ln \text{DowJones}_t + \beta_6 \Delta Ibovespa_{t-1} + \beta_7 \text{NFSP}_t + \beta_8 \text{Tendência}_t + \mu_{it}$$

$$t = 1, 2 \dots 195$$

A partir dessa especificação, Bernardelli e Castro (2020) pressupõem que o Ibovespa seria explicado pelo crescimento do PIB, a taxa de câmbio, a taxa Selic, pelo crescimento da receita do governo, pela variação do índice Dow Jones, pela variação percentual do Ibovespa defasada em um período, pela variação da necessidade de financiamento do setor público e por uma variável de tendência.

O comportamento das variáveis macroeconômicas em relação ao Ibovespa foi de relação positiva para o PIB, para as receitas do governo e para o índice americano Dow Jones e uma relação negativa para a taxa câmbio e taxa Selic. A necessidade de financiamento do setor público e a variação do Ibovespa defasada de um período apresentaram correlação indefinida (Figura 1.2).

Figura 1.2: Correlação entre as Variáveis Aplicadas na Análise Empírica



Fonte: Bernardelli e Castro (2020).

A atividade econômica e o índice Ibovespa possuem correlações positivas, visto que o mercado de ações é utilizado como fonte de recursos para os investimentos privados (AGA; KOCAMAN, 2006). Em outras palavras, o aumento do nível de atividade econômica tende a gerar maior lucratividade para as empresas, como consequência aumenta a distribuição de

dividendos e, conseqüentemente, ocorre uma maior procura por ações – ou seja, a demanda é afetada positivamente (BERNARDELLI ET AL., 2017).

Assim como o PIB, a receita do governo e o índice de ações americano Dow Jones possuem correlação positiva com o mercado brasileiro. Portanto, o aumento das receitas do governo e a valorização do índice de ações americano possuem efeito positivo no Ibovespa, uma vez que as receitas do governo podem ser vistas como uma vertente do nível de atividade econômica e o comportamento dos investidores na bolsa brasileira tende a ser parecido com o investidor americano. Em contrapartida, a taxa de câmbio e a taxa de juros básica possuem movimentos contrários ao Ibovespa. Logo, quando a taxa de juros e/ou a taxa de câmbio sobem, o Ibovespa tende a cair e vice-versa.

Pode-se fazer uma leitura desses movimentos contraditórios dados que grande parte dos investimentos efetivados na bolsa brasileira advém do exterior e um aumento da taxa de câmbio pode afetar a demanda por ações brasileiras por parte dos investidores estrangeiros. Nesse sentido, a taxa de juros afeta diretamente a tomada de decisão dos investidores na procura por títulos públicos ou no geral de renda fixa, visto que uma maior rentabilidade no mercado de renda fixa afugenta os investidores a tomarem maiores riscos em seus portfólios e o contrário se faz verdadeiro.

1.4. Síntese

O presente capítulo trouxe como objetivo central analisar como as variáveis macroeconômicas afetam o comportamento do mercado de ações e as tomadas de decisões por parte dos investidores.

Com base em Bernardelli e Castro (2020), apontou-se que o PIB, as receitas do governo e o índice americano Dow Jones possuem correlação positiva com o mercado brasileiro. Em especial, devido ao aumento do PIB espera-se uma maior rentabilidade por parte das empresas, elevando os seus *dividend yields* e, assim, ocorre uma maior demanda por ações no mercado valorizando a cesta do Ibovespa. Da mesma forma que os investidores americanos influenciam os investidores brasileiros em suas tomadas de decisões: uma vez que a bolsa americana está em tendência de alta, ocorre uma diminuição do ponto de vista de risco global nos mercados como um todo, incluindo os mercados emergentes.

A taxa de juros, por sua vez, afeta diretamente a tomada de decisão dos investidores na composição de seus portfólios, visto que uma maior rentabilidade no mercado de renda fixa

desincentiva os investidores a tomarem maiores riscos. Quando a taxa de juros cai, portanto, espera-se uma evolução positiva do mercado de ações.

No próximo capítulo, será realizada uma contextualização do cenário macroeconômico brasileiro e externo entre os anos de 2017-2020, que servirão como base para a última fase de expansão do mercado acionário brasileiro. Ele servirá de base para avaliar a pertinência das relações indicadas neste capítulo e identificar os principais determinantes do recente *boom* do mercado de ações no país.

CAPÍTULO 2: CONTEXTUALIZAÇÃO DO CENÁRIO MACROECONÔMICO BRASILEIRO E EXTERNO ENTRE 2017 E 2020

O presente capítulo tem por objetivo realizar uma contextualização do cenário macroeconômico brasileiro e os acontecimentos externos que serviram de pano de fundo para a expansão e o desenvolvimento do Mercado de Ações Brasileiro durante o período de 2017-2020.

Na seção 2.1 realiza-se uma introdução das principais dificuldades que o governo brasileiro enfrentou tanto do ponto de vista interno como externo nos anos que antecederam 2016. A seção 2.2 engloba o ano de 2016 e 2017, anos que serviram como mudança de perspectiva e o começo da expansão do mercado de ações. A seção 2.3 trata do período 2018-9, com foco no desempenho do governo Bolsonaro. A seção 2.4 analisa o quadro imposto pela pandemia de COVID-19. Por fim, a seção 2.5 sintetiza os principais pontos do capítulo.

2.1. Cenário Macroeconômico antes de 2016

Em outubro de 2014, exatamente três dias após a reeleição de Dilma Rousseff, o Banco Central do Brasil (BCB) elevou a taxa Selic para 11,25% a.a. Na visão de diversos analistas do mercado financeiro, essa tomada de decisão possuía fundamentos técnicos e poderia ter ocorrido muito antes se não fossem as eleições. A corrida eleitoral teria contribuído para que a taxa juros básica fosse mantida em 11% nos seis meses anteriores, contribuindo para uma aceleração da inflação.

Do ponto de vista da política fiscal, o governo encontrava-se em uma encruzilhada. Após longo debate, duas opções se colocavam. A primeira opção consistia em “ajustar e reformar” e a segunda em “contrair, mas não reformar”. Mais explicitamente, no primeiro caso a orientação de política ia na direção de reduzir a meta fiscal do governo, inclusive, se fosse necessário, entrar em déficit primário, alinhado com reformas estruturais durante o mandato que iria se iniciar em 2015. No segundo caso, tratava-se de promover uma consolidação do orçamento do governo, sem que fosse necessária a implementação de uma reforma orçamentária.

A segunda opção privilegiava políticas contracionistas de curto prazo, o que, aos olhos do mercado financeiro, contribuía para “acalmar os ânimos” a partir da sinalização em relação ao objetivo de controlar a dívida pública. Porém, essas políticas eram exatamente o oposto do

que a presidente reeleita havia prometido durante sua campanha eleitoral, o que poderia ser encarado como uma traição aos seus eleitores.

A estratégia fiscal inicial do governo foi cortar gastos e aumentar os impostos para controlar a dívida pública e “restaurar a credibilidade” da política fiscal. Nessa linha, o Tesouro Nacional cortou os empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e subsídios ao setor de energia. No primeiro semestre de 2015, o governo não foi capaz de aumentar os impostos na mesma velocidade em que cortou os gastos dada a grande oposição política às medidas no Congresso Federal. Os cortes aos subsídios de energia geraram um aumento inflacionário pressionando o BCB a elevar a taxa Selic para 14,25% a.a., em meados daquele ano, como medida de política monetária.

A ideia central de que o país voltaria a crescer via investimento privado com o aumento da confiança por parte dos investidores, dada a melhora nas contas públicas e uma menor intervenção nos mercados de crédito e preços administrativos, encontrou barreiras importantes.

Na realidade, a estratégia adotada aprofundou ainda mais o país em uma crise, com o corte de crédito por parte do BNDES e a queda acima do esperado do Produto Interno Bruto (PIB) devido a três fatores.

O primeiro fator foi devido ao período de escassez de chuvas entre 2014 e 2015, que levaram os reservatórios a níveis baixos gerando um aumento dos preços de energia juntamente com o corte dos subsídios dados pelo Tesouro. Esse encarecimento dos preços de energia afetara diretamente a inflação do período. Os preços de energia subiram 58% levando o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) para 10,7% em 2015.

O segundo ocorreu devido a desaceleração da China, que começou em 2014 e foi até o início de 2016. Os preços das *commodities* sofreram forte queda no período e o prêmio de risco do Brasil aumentou, levando a uma depreciação do Real que gerou novas pressões inflacionárias. Em 2014, as *commodities* representavam cerca de 65% das exportações brasileiras segundo a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).

A Figura 2.1 representa o Índice de Materiais Básicos (IMAT) da B3 que tem por finalidade “ser o indicador de desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do setor de materiais básicos” e podemos observar que houve uma forte queda entre 2014 e 2016 com a diminuição da atividade econômico por parte do governo chinês.

Figura 2.1: Índice de Materiais Básicos – 2014-2017



Fonte: TradingView (2020).

O terceiro e último fator, mas não menos importante, foi um marco na história brasileira. As investigações por parte da Polícia Federal (PF) aos esquemas de corrupção que começaram em 2013 e surtiram efeito em 2015, após a presidente Dilma Rousseff conceder maior autonomia à PF. Essa investigação prendeu vários políticos e executivos de empresas que receberam propina por contratos inflacionados firmados com a Petrobrás e do governo com construtoras.

A operação ficou conhecida como Operação Lava Jato, pois começou em um posto de gasolina em Brasília no esquema de lavagem de dinheiro. No horizonte de longo prazo, essa operação traria melhorias a economia brasileira, pois os recursos seriam melhores empregados. Porém, no curto prazo, a Operação Lava Jato trouxe menores investimentos e fuga de capital estrangeiro para o país sem credibilidade internacional. Os investimentos caíram de 20% do PIB em 2013 para 16% do PIB em 2019.

O aumento da autonomia da PF em investigar os crimes de corrupção no governo minou o apoio que a presidente possuía no Congresso e a situação econômica complicada que vinha se arrastando desde 2012 tornou-se ainda mais deteriorada, criando condições para que o processo de *impeachment* de Dilma Rousseff se materializasse.

O pedido formal começou no segundo semestre de 2015, quando a oposição ao seu governo a acusou de irregularidades fiscais devido à “contabilidade criativa” nos anos passados.

O processo se baseou em alterações menores no orçamento público de 2015, visto que, pela legislação um presidente só poderia ser destituído do cargo se for comprovado irregularidades durante o seu mandato. Dilma deixou o cargo em maio de 2016 e o seu vice direto Michel Temer assumiu o governo.

O governo Temer iniciou com a promessa de que reduziria a inflação, ajustaria as contas públicas e retomaria o crescimento econômico. O ano de 2016 foi mais um de recessão econômica com retração do PIB de 3,3%, marcado pelo agravamento da recessão no segundo semestre do ano. Por outro lado, a queda da atividade econômica, a melhora nos preços das *commodities* no mercado internacional, a valorização do Real frente a outras moedas – dado o menor prêmio de risco – e a dissipação dos preços de energia levaram a uma queda da inflação para 6.2% no mesmo ano, o que abriu portas para o BCB reduzir a taxa Selic no mesmo ano.

Além disso, o novo governo seguiu a linha de “ajustar e reformar” do ponto de vista fiscal, flexibilizando a política no curto prazo, porém visando a introdução de reformas no longo prazo. A meta fiscal foi revista, abrindo espaço para aumentar os gastos ainda em 2016, mas prometeu-se conduzir reformas tributária e previdenciária posteriormente. Nessa linha, foi aprovado ainda o teto dos gastos para o Governo Federal, que estabeleceu um limite nominal para expansão dos gastos públicos federais com duração mínima de 10 anos e máxima de 20 anos.

O teto congelou o orçamento primário do governo no valor real exercido em 2016. O governo assim teve uma flexibilidade, pois como o valor dos gastos de 2016 estava em aberto quando a Proposta de Emenda Constitucional (PEC) foi votada, ele teria a liberdade de decisão do valor final. Para que não enfrentasse problemas durante sua gestão, Temer aumentou os gastos públicos durante o seu governo em 2016, abrindo margem para estimular a economia nos dois próximos anos.

2.2. Cenário Macroeconômico Interno e Externo 2016-2017

O cenário interno no final de 2016 projetava um crescimento de 1% do PIB em 2017 e um crescimento estável de 2,5% em 2018 e 2019. A inflação, que antes era um dos motivos para o BCB aumentar a taxa Selic, começava a cair rapidamente abrindo espaço para a autoridade monetária reduzir paulatinamente a taxa básica de juros. Do lado externo, os preços das *commodities* começavam a mostrar sinais de recuperação, o que favorecia a apreciação do Real em relação a uma cesta de moedas estrangeiras.

Embora esses fatores mencionados acima tenham ajudado na recuperação econômica, o ritmo de crescimento foi aquém do esperado e a economia cresceu 1,3% em média entre 2017 e 2019. Esse crescimento mais moderado do que o esperado, especialmente, quando se leva em conta a base de comparação do período anterior, marcado por uma grave recessão, foi causado por fatores internos e externos.

No âmbito doméstico, acreditava-se que a estratégia de política fiscal adotada pelo governo de reduzir seus gastos em 0,6% do PIB seria compensada pelos efeitos positivos do corte de juros por parte do BCB e de um aumento dos gastos dada a maior confiança de empresários e famílias. Porém, com a redução da meta de inflação por parte do governo, o BCB acabou por realizar uma redução gradual e moderada da taxa Selic, frustrando assim as expectativas do mercado.

A política de expansão monetária começou em outubro de 2016 e foi conduzida pelo BCB de forma gradual e lenta até março de 2018, com a taxa Selic atingindo o patamar de 6,5%. Essa taxa ficou inalterada até meados de 2019. Faltava o estímulo ao setor privado, que já não recebia mais o suporte do BNDES, e a manobra que o governo encontrou para estimular a demanda agregada foi permitir os saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)². Esse montante representou cerca de 0,5% do PIB, o que garantiu o estímulo durante 2017 e 2018.

Assim como no governo de Dilma, a popularidade do seu vice-presidente não era alta e ele era visto como um traidor da antiga presidente, implicando um alto custo político para que o governo conseguisse levar adiante sua agenda no Congresso. As reformas previdenciária e tributária ficaram estagnadas e a única grande mudança que o governo conseguiu aprovar foi a flexibilização de proteção ao trabalho, que reduziu o custo da folha de pagamento dos trabalhadores com carteira assinada.

Além de baixa popularidade, o governo Temer enfrentou dois choques adversos em 2017 e 2018, que praticamente acabaram com sua governabilidade. O primeiro ocorreu em maio de 2017, quando a imprensa expôs uma conversa entre o então presidente e Joesley Batista, CEO da JBS Food Industries. Joesley estava sendo investigado pela Operação Lava Jato e concordou com a PF em grampear o seu telefone em uma conversa com Temer, na qual ele mencionou que fazia pagamentos para manter um dos primeiros associados do então presidente, que concordou que ele deveria continuar fazendo isso. Mais uma vez foi aberto um pedido de

² As empresas depositam 8% do salário no FGTS como mecanismo de poupança para os trabalhadores e, via de regra, só é permitido o saque para aquisição de imóveis, aposentadoria e caso perca o emprego.

impeachment, que não chegou a ocorrer após absolvição do presidente na Câmara dos Deputados.

Esse fato ficou conhecido na bolsa de valores como “Joesley Day” e a desvalorização do índice Ibovespa foi de 9%, a maior desde 2008 (crise do *subprime*) quando atingiu 10%. A B3 como maneira de amenizar a situação, acionou o mecanismo de interrupção de negociações (*circuit-break*), utilizado para conter movimentos bruscos nos preços de mercado – ver Figura 2.2.

Figura 2.2: Gráfico Intradiário do Ibovespa



Fonte: TradingView (2020).

O segundo desafio foi a greve dos caminhoneiros que parou o país em maio de 2018. Essa greve foi gerada devido ao aumento no preço dos combustíveis que eram explicados pela valorização do barril de petróleo no mercado internacional e a desvalorização do real. A Petrobrás havia adotado uma política de paridade internacional de preços, repassando para as bombas de combustível o preço de mercado. A paralisação dos caminhoneiros afetou toda a produção e distribuição de mercadorias no país, o que forçou Temer a reduzir os impostos sobre os combustíveis, retirar as taxas de pedágios de caminhões e regular os preços do frete para acalmar o sindicato dos caminhoneiros. Após esses dois fortes choques, e a inviabilização política do governo Temer, as atenções se voltaram para as eleições de 2018.

2.3. Cenário Macroeconômico 2018-2019

Em 2018, as atenções do mercado estavam voltadas para as eleições presidenciais e dois candidatos apareciam como favoritos ao posto: Luiz Inácio Lula da Silva e Jair Bolsonaro dividiam as pesquisas.

A partir de uma denúncia da Operação Lava Jato, Lula ficou impossibilitado de concorrer à presidência, mesmo sem a promotoria ter encontrado provas concretas de suborno ou troca de favores entre as empresas investigadas e o ex-presidente. Lula recorreu ao Supremo Tribunal Federal (STF), mas perdeu novamente. Foi, assim, impossibilitado pela Lei Ficha Limpa de concorrer ao seu antigo cargo e Fernando Haddad, que era o seu vice, assumiu como candidato.

Bolsonaro aparecia com 15% das intenções de votos e sua candidatura era apoiada principalmente por grupos mais extremistas de direita. Sua campanha foi ganhando força na internet e teve grande apelo popular após sofrer uma tentativa de assassinato durante sua campanha eleitoral. O candidato teve que ser submetido a uma cirurgia para salvar sua vida e não participou dos debates na televisão que antecederam o primeiro turno.

O segundo turno foi polarizado entre esquerda e direita, de um lado Fernando Haddad e do outro Jair Bolsonaro. A imagem do Partido dos Trabalhadores (PT) estava desgastada perante grande parte da população pelos esquemas de corrupção que se tornaram públicos pela Operação Lava Jato. Os eleitores conservadores de centro não viram outra escolha a não ser votar em Bolsonaro, que venceu as eleições com 55% dos votos.

No âmbito econômico, o governo de Bolsonaro veio com uma proposta em linha com o que já estava sendo realizado por Temer, porém, com maiores ambições em alguns aspectos. O projeto de governo previa empregar as leis de livre mercado, desregulamentar as relações de trabalho, abrir a economia para o comércio exterior, reduzir o tamanho do Estado e promover o aprofundamento financeiro por meio de canais privados, avançando, inclusive, na agenda de reformas que Temer foi incapaz de realizar.

No primeiro semestre de 2019, o governo promoveu mais uma contração fiscal, sob o pretexto de “trazer de volta a confiança” necessária ao mercado e reduzir o prêmio de risco nacional, que havia aumentado devido à Guerra Comercial entre Estados Unidos e China e, na interpretação de alguns analistas, à própria crise de imagem política que o país vivia. Essa política fiscal contracionista empregada pelo governo em um primeiro momento foi revertida no final de 2019 com mais saques do FGTS, para evitar que a economia se aprofundasse numa recessão.

Em relação à política monetária, o BCB manteve a taxa de juros básica em 6,5% durante todo o primeiro semestre de 2019, mesmo com a perspectiva de baixa inflação. A partir de julho, o BCB começou o processo de expansão monetária e foi reduzindo a Selic até 4,25% no início de 2020. O governo seguiu a estratégia do passado em manter os cortes do BNDES e acreditava que o mercado de crédito privado seria estimulado e seria capaz de atender à toda demanda. De fato, os bancos aumentaram a oferta de crédito entre 2018 e 2019, mas não o suficiente para estimular a economia, que ficou estagnada, com ritmo de crescimento de apenas 1,3% a.a. no período.

O novo governo retomou as discussões em relação a reforma previdenciária que havia ficado em segundo plano nos governos passados. No final de 2019, o texto da reforma foi aprovado pelo Congresso, ainda que bem diferente da versão original, visando a interromper o crescimento dos gastos pela previdência social nos próximos anos e promover uma trajetória menos explosiva da dívida pública. Este objetivo, contudo, esbarraria num evento econômico sem precedentes.

2.4. Cenário Macroeconômico 2020: a pandemia da covid-19

A pandemia global deflagrada pela covid-19 afetou o comércio exterior e as economias mundiais. A economia brasileira, que vinha crescendo em ritmo lento, foi afetada por duas vias diretas: interna e externa.

Do ponto de vista interno, o choque da atividade econômica foi transmitido para o sistema financeiro brasileiro, com desdobramentos importantes do ponto de vista das necessidades de liquidez das instituições:

“em termos da necessidade de liquidez [...] destacam-se desembolsos com ajustes de derivativos e chamadas de margem decorrentes de volatilidade de mercados, redução de fontes de *funding* externos, elevados saques de linhas de crédito abertas e de processos de renegociação de repactuação de operações de crédito por parte de empresas e famílias”. (BCB, 2020, p,13)

A busca por ativos de maior liquidez financeira e segurança fez os agentes realizarem uma rápida realocação de portfólio, saindo de renda variável para renda fixa, em especial, para títulos públicos com vencimentos mais curtos ou operações compromissadas. Essa tomada de decisão afetou diretamente o mercado acionário que teve forte depreciação em praticamente um mês, com queda de aproximadamente 45% (Figura 2.3).

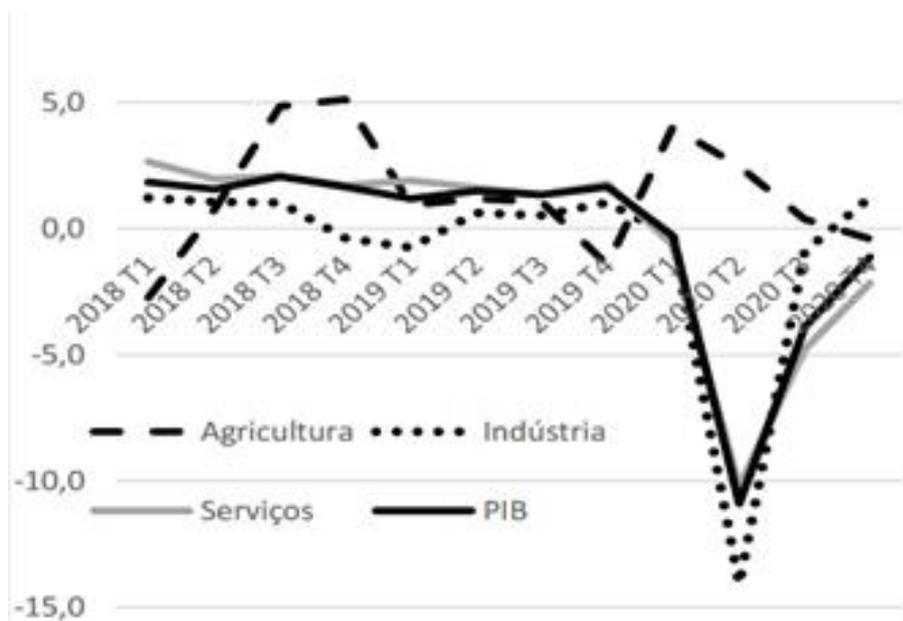
Figura 2.3: Ibovespa – Evolução durante a pandemia de covid-19



Fonte: ADVFN (2020).

O setor de serviços e o setor industrial foram os mais prejudicados a partir do segundo trimestre do ano de 2020, contribuindo para a que o PIB brasileiro mantivesse taxas decrescentes ao longo de todo o ano. Em contrapartida, o setor agrícola foi beneficiado pela grande demanda externa por produtos primários, pela alta de preços no segundo semestre e se manteve com taxas de crescimento elevadas – ver Figura 2.2.

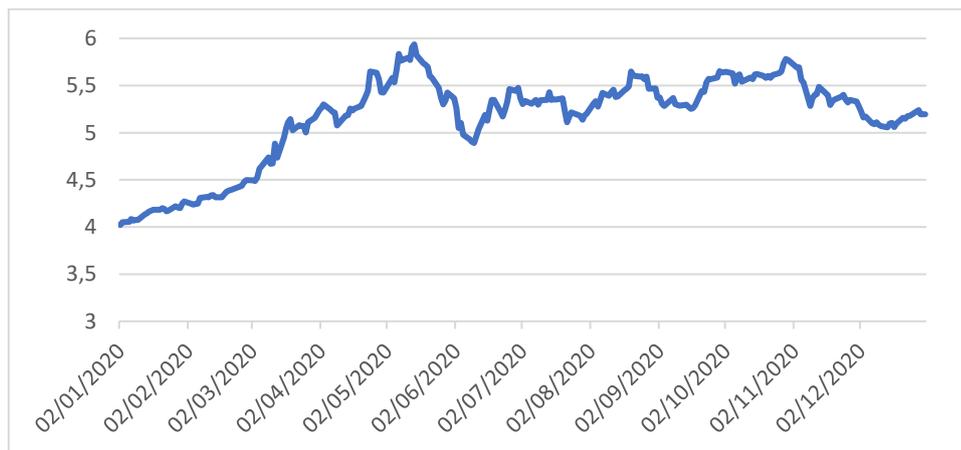
Figura 2.2: Taxa de Crescimento do PIB brasileiro - 2018-2020



Fonte: BCB (2021).

Já do ponto de vista externo, ocorreu uma grande fuga de capitais, decorrente de resgates de títulos de dívida e ações em março de 2020 (Gráfico 2.2). Essa retirada de capital realizada por não-residentes não somente contribuiu para uma deflação nos preços dos ativos financeiros domésticos, mas também afetou diretamente a taxa de câmbio que sofreu forte desvalorização no período.

Gráfico 2.2: Taxa de Câmbio Nominal R\$/US\$ - 2020

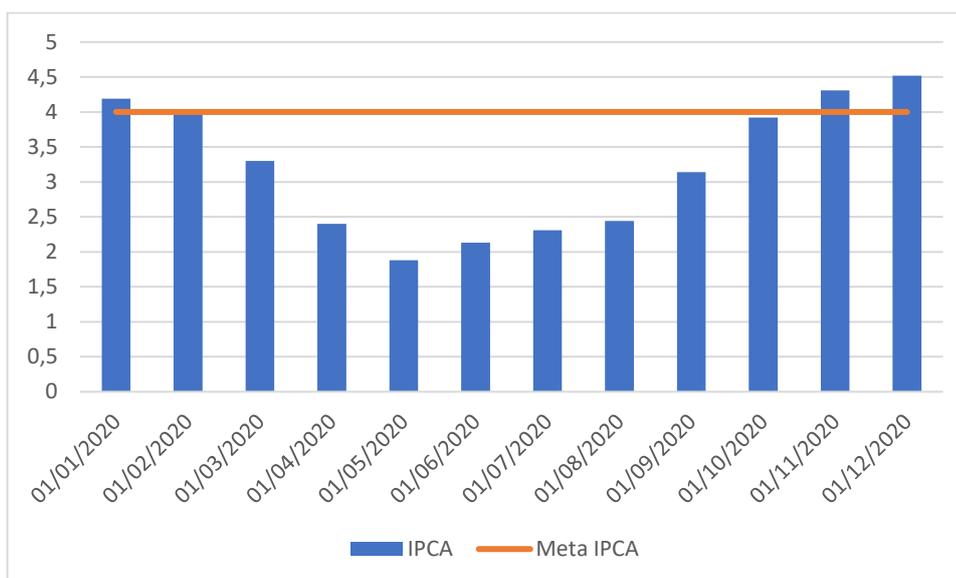


Fonte: BCB (2021).

Em março de 2020, a saída de capital estrangeiro de países emergentes alcançou níveis recordes. Como visto anteriormente, a desvalorização cambial foi de 27,2% em um curto espaço de tempo, mas, num primeiro momento, isso pouco afetou os preços dos produtos internos. Como pode ser observado no Gráfico 2.3, o índice de preços ao consumidor (IPCA) ficou majoritariamente abaixo da meta de 4% durante o ano de 2020.

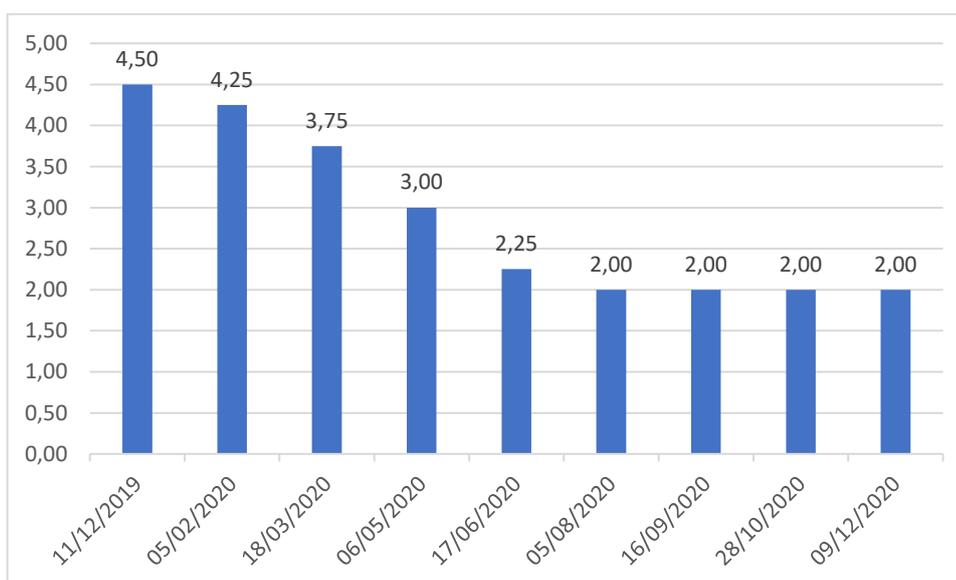
Em relação a taxa de juros, o BCB continuou sua política expansionista e mais uma vez realizou um corte de juros baixando a taxa Selic para 4,25% pela primeira vez na história em fevereiro de 2020. O choque provocado pela pandemia, a partir daquele mês, levou o BCB a continuar realizando cortes agressivos na taxa de juros com objetivo de amenizar os efeitos causados pela pandemia nas empresas brasileiras e reduziu a Selic para 2% a.a. – ver Gráfico 2.4.

Gráfico 2.3: Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) - 2020



Fonte: BCB (2021).

Gráfico 2.4 – Meta para Taxa Selic % ao ano



Fonte: BCB (2021).

2.5. Síntese

O presente capítulo buscou contextualizar e analisar o cenário macroeconômico brasileiro, assim como fatores externos, que contribuíram para o *boom* do mercado de ações durante o período de 2017 a 2020.

Após dois anos de queda de atividade econômica, o PIB voltou a crescer cerca de 1% a.a. de 2017 até 2019. Essas baixas taxas de crescimento econômico são características de um período de pouca mudança estrutural e sensível na política brasileira. Os velhos fantasmas do

passado ainda estavam presentes, mesmo com a mudança forçada de governo provocada pelo *impeachment* da presidenta Dilma Rousseff. A Tabela 2.1 abaixo mostra os principais indicadores macroeconômicos do período em análise.

Tabela 2.1: Indicadores Macroeconômicos Selecionados 2011-2020

Indicadores	PIB Cresc. Real	Inflação (IPCA)	Taxa Selic Real	Dívida Líq. do Setor Público	Taxa de Câmbio Nominal
Períodos	(% a.a.)	(% a.a.)	(% a.a.)	(% PIB)	(% a.a.)
2011	3,97	6,32	11,04	51,27	8,88
2012	1,92	5,69	7,25	53,67	13,04
2013	3,00	5,76	10,00	51,54	12,98
2014	0,50	6,23	11,70	56,28	12,34
2015	-3,55	10,19	14,25	65,50	46,59
2016	-3,31	6,12	13,79	69,84	-13,44
2017	1,06	2,91	7,10	73,74	-1,79
2018	1,12	3,69	6,50	76,53	17,93
2019	1,14	4,23	4,68	75,79	5,93
2020	-4,10	4,44	2,00	89,30	25,30

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

A ausência de crescimento econômico também é decorrência da diminuição da taxa de investimento, razão entre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e o PIB, que recuou cerca de 5 p.p. entre o ápice em 2013 e o segundo trimestre de 2019 – ver Figura 2.3.

Figura 2.3: Taxa de Investimento (FBCF/PIB) % - 2004-2019



Fonte: IBGE (2020).

A inflação permaneceu sobre controle e dentro da meta durante todo o período, exceto pelo final de 2020, devido ao estresse na taxa de câmbio decorrente da pandemia. Com a inflação controlada, o BCB continuou o seu movimento de expansão que começou em 2016 e trouxe a Selic de 14,25% para 2% a.a. ao final de 2020. Esse foi o menor nível histórico de taxa básica de juros da economia brasileira, fator determinante para aumentar a oferta de crédito e minimizar o prejuízo das empresas durante a crise da covid-19.

Esse foi, portanto, o cenário macroeconômico que condicionou o comportamento do mercado de ações brasileiro após 2016. O próximo capítulo se dedica a analisar a evolução desse mercado, durante 2017 e 2020, caracterizado pela grande entrada de investidores domésticos no mercado de ações e a rotação de portfólio de investimento de renda fixa para renda variável.

CAPÍTULO 3: A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES ENTRE 2017 E 2020

O presente capítulo tem por objetivo interligar os acontecimentos macroeconômicos visto no capítulo anterior com o desenvolvimento e expansão do Mercado de Ações Brasileiro durante os anos de 2017 e 2020.

Na seção III.1 é analisado a conjuntura de fatores que levaram a queda do valor das ações e a diminuição da liquidez de mercado no período anterior a fase de expansão. Nessa seção, dar-se ênfase a crise institucional e política, o aumento da taxa Selic, a diminuição da demanda por ativos de risco, a perda do *investment grade* em 2015 e o processo de *impeachment* sofrido pela presidente Dilma Rousseff. Esses e outros fatores são correlacionados com a queda do principal índice da bolsa e um período de estagnação do mercado de ações.

Já na seção III.2, analisa-se a fase de grande crescimento do mercado de ações apontando como possíveis fatores: a queda da taxa Selic, a volta do crescimento tímido do Produto Interno Bruto, o *trade-off* favorável aos ativos de risco, a rotação de portfólio global, o crescimento da importância das pessoas físicas dentro da bolsa, estratégias de *funding* através do mercado de ações pelas empresas e os investidores internacionais.

3.1. Breve caracterização do período de recessão entre 2011 e 2016

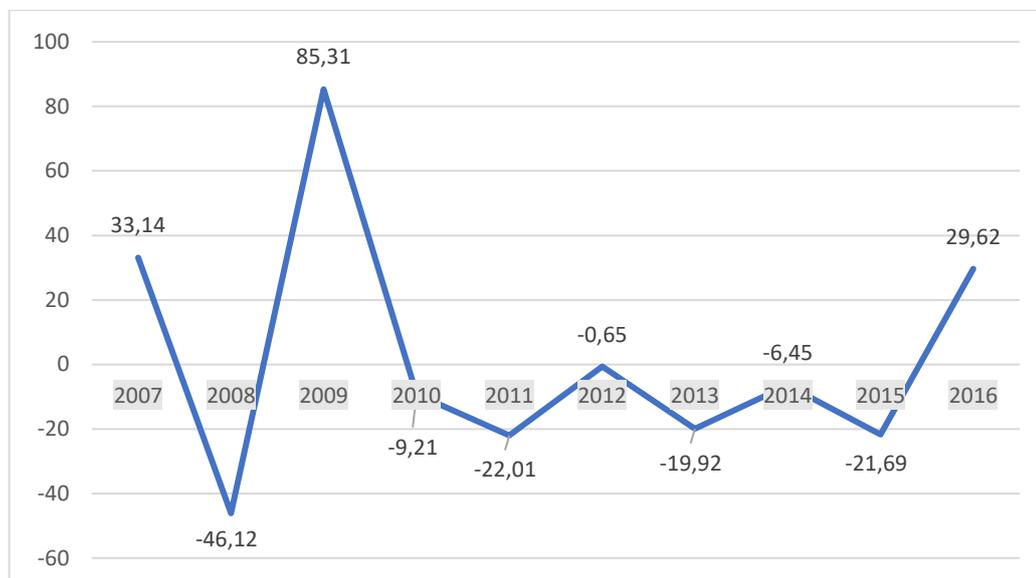
Hermann e Martins (2012, p. 89) destacam que, tal como pode-se observar em outros segmentos do mercado financeiro, os momentos de retração e crise do mercado são, em geral, precedidos de momentos de forte expansão dos negócios. Há dois elementos centrais por trás do período de recessão. Primeiro, a deflação no preço dos ativos. Segundo a forte retração do mercado primário.

Após uma onda de euforia entre 2007 e 2010, muitos investidores viram os seus investimentos em ações despencarem durante os anos posteriores até 2016. Essa queda foi consequência do turbulento cenário macroeconômico e político que o país enfrentava naquele momento, como discutido no Capítulo 2. A desaceleração econômica, a crise política e fiscal e o aumento da taxa Selic foram apenas alguns dos fatores determinantes da queda do Índice Ibovespa no período.

Como pode ser observado no Gráfico 3.1, a taxa de retorno do Ibovespa ajustada pela inflação durante todo o período de 2010 até 2015 foi negativa; os piores anos foram, respectivamente, 2011 e 2015 com retornos de -22,01% e -21,69%. Essa queda de rentabilidade

afetou a confiança dos investidores, o que se refletiu diretamente no mercado primário e secundário brasileiro de ações.

Gráfico 3.1: Retorno do Ibovespa ajustado pela inflação – 2007-2016



Fonte: Economatica.

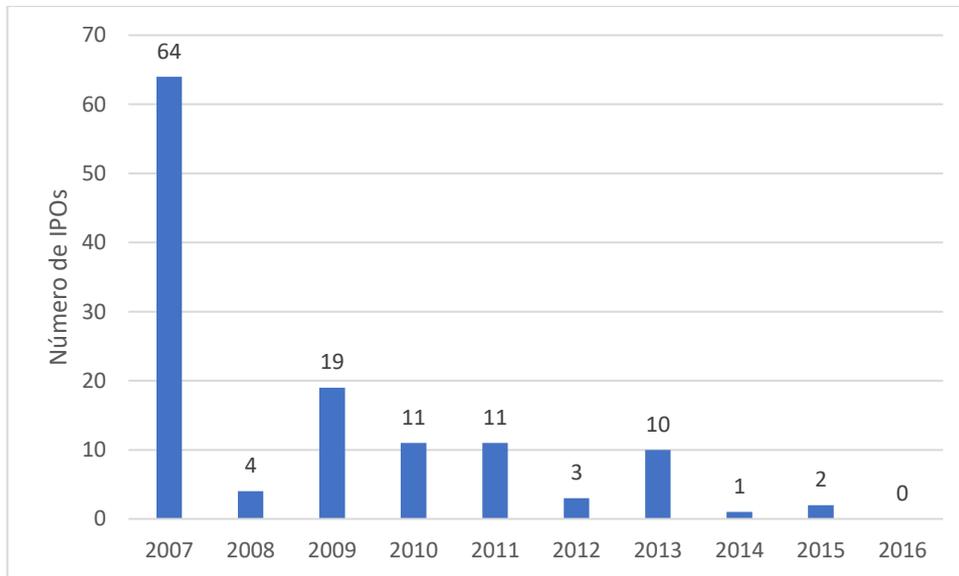
Durante esse período podemos observar uma queda acentuada do número de operações e no volume de emissões no mercado primário, assim como uma forte retração do valor e a média de volume negociado do principal índice da bolsa, o Ibovespa. Pelo lado dos agentes econômicos, a piora do cenário político e fiscal brasileiro afetava diretamente a oferta e demanda por ações.

Pelo lado das empresas, as condições macroeconômicas e de mercado não estimulavam os lançamentos das ofertas públicas iniciais (*initial public offerings* ou IPOs) e nem de ofertas subsequentes (*follow-ons*). A redução da taxa de investimento sobre o PIB de cerca de 20% para cerca de 15% no período é um dos fatores que ajuda a compreender a oferta anêmica. Já pelo lado dos investidores, a alta da taxa Selic promovida pelo BC e as incertezas políticas diminuiriam a procura por ativos de risco e o mercado de renda fixa passou a ter mais destaque em detrimento do mercado de ações.

Como pode ser observado nos Gráficos 3.2 a 3.5 a seguir, o número e o volume financeiro de IPOs e *follow-ons* sofreram fortes quedas durante esse período. Em 2016, inclusive, ano de maior turbulência macroeconômica, não houve nenhuma operação de lançamento inicial de ações. O volume das operações caiu significativamente em relação aos

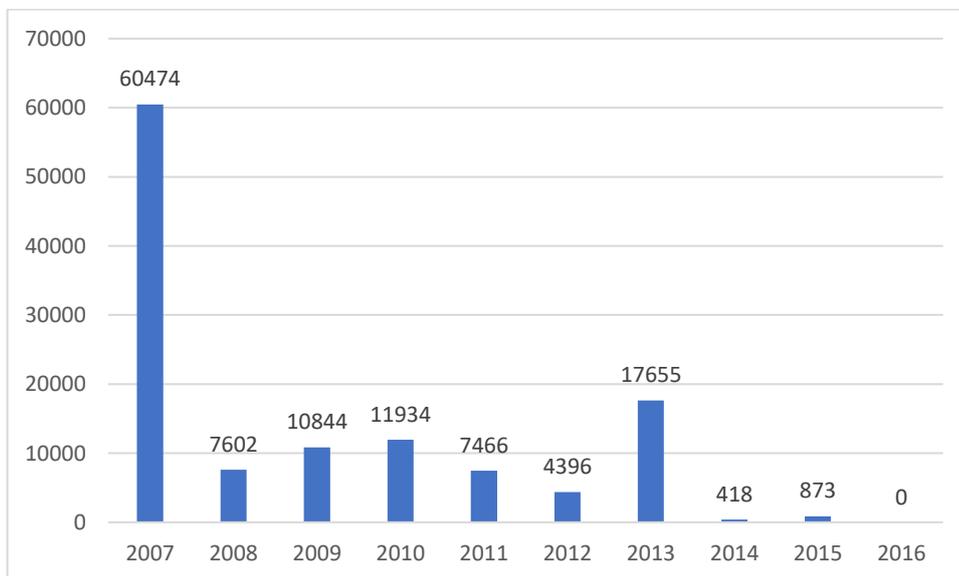
anos anteriores, o que nos leva a um cenário de piora da saúde financeira das empresas listadas na B3.

Gráfico 3.2: Número de IPOs realizados na B3 – 2007-2016



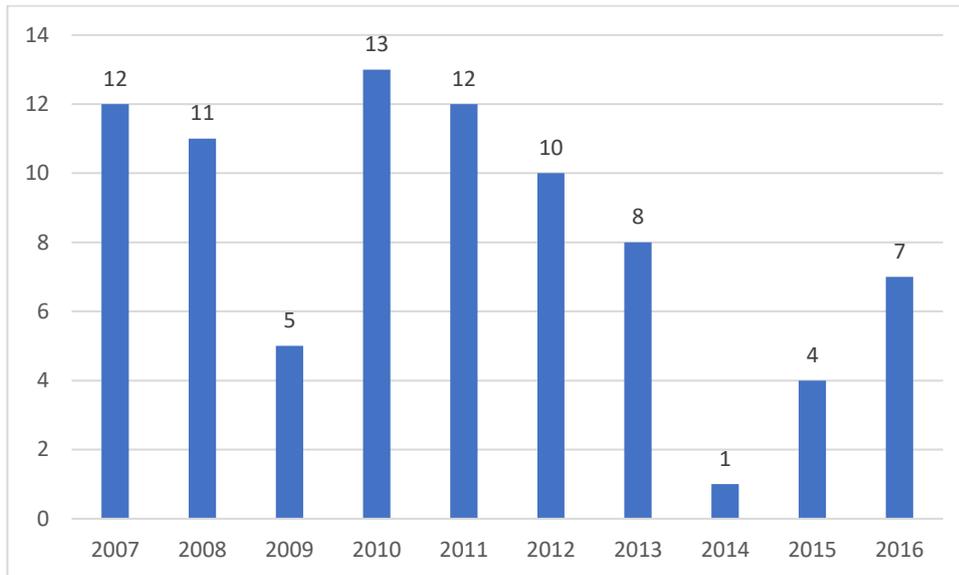
Fonte: Informativo CVM.

Gráfico 3.3: Volume Negociado de IPOs na B3 (R\$ Milhões) – 2007-2016



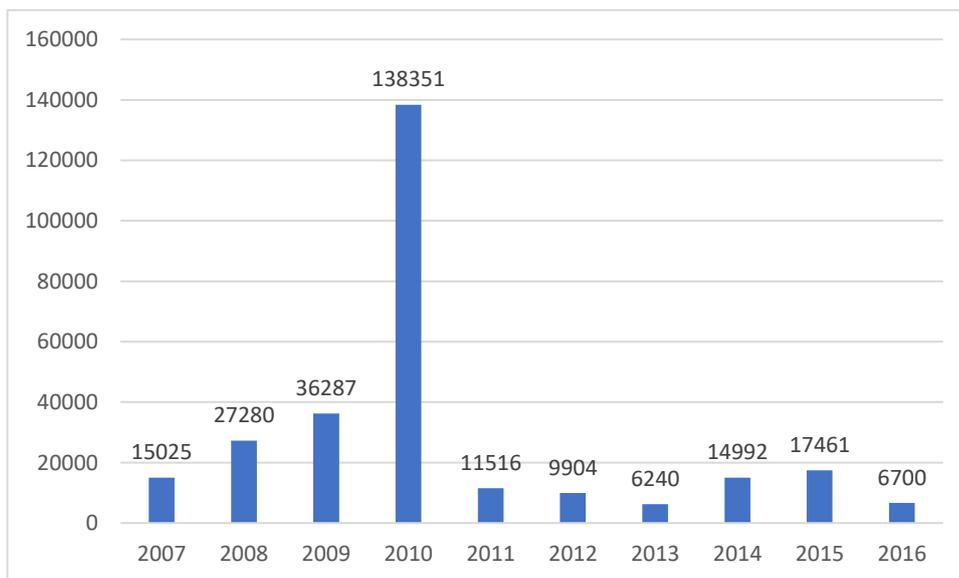
Fonte: Informativo CVM.

Gráfico 3.4: Número de Follow-ons realizados na B3 – 2007-2016



Fonte: Informativo CVM.

Gráfico 3.5: Volume Negociado de Follow-ons na B3 (R\$ Milhões) – 2007-2016



Fonte: Informativo CVM.

Portanto, a queda na captação por parte das empresas é mais um fator que corrobora com a retração do MAB durante esse período. Levando em consideração que a confiança do investidor estava abalada e a política do governo de cortar as linhas de crédito do BNDES, as empresas se viram sem saída para captar novos recursos no momento mais grave da crise.

O Brasil perdeu o grau de investimento no dia 09 de setembro de 2015 pela Standard & Poors, que rebaixou a nota de crédito soberano do país de BBB- para BB+. O *investment grade* é uma nota de crédito dada pelas agências internacionais de classificação de risco que avalia a

capacidade de um país ou empresa “cumprir” com os seus compromissos. Logo, quanto menor for a sua nota de crédito, maior será o custo do dinheiro para o país ou empresa. Dito isto, as linhas de crédito para as empresas brasileiras se tornaram mais custosas.

A mudança do cenário de recessão do MAB coincidiu com o *impeachment* da presidente Dilma Rousseff. Os agentes de mercado acreditavam que o vice direto, Michel Temer, teria maior poder para construir uma base de coalização com objetivo de implementar o ajuste fiscal que consideravam que o país precisava – manifesto no documento “Ponte para o Futuro” –, por meio da restauração das taxas de lucro privadas.

Argumentava-se que a confiança dos agentes dependia fundamentalmente da implantação dessa agenda e a concretização da troca no Executivo favoreceu uma convenção em prol de uma maior confiança do mercado. Além disso, a queda da taxa Selic no segundo semestre do ano seria mais um motivo positivo para o bom desempenho do mercado de ações brasileiro que fechou o ano de 2016 positivo em 38,9% após três anos de queda.

3.2. Período de expansão entre 2017-2020

A mudança de cenário para o MAB ocorreu na transição da segunda metade do ano de 2016 para 2017 com a retomada de parte da confiança dos investidores, sobretudo realizando uma antecipação do movimento futuro baseado em suas expectativas (normalmente, o mercado antecipa o movimento ancorado em expectativas futuras).

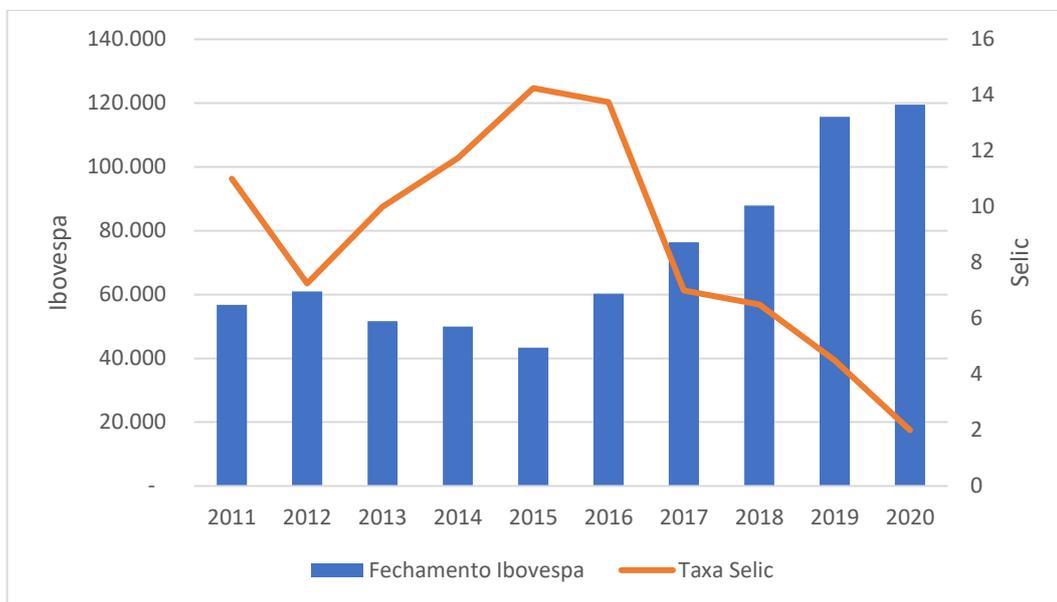
Como discutido no Capítulo 2, findo o período de instabilidade política mais severa, a economia brasileira passou a se recuperar. O PIB voltou a crescer timidamente após dois anos de retração, com a exceção de 2020 por causa da pandemia do coronavírus. A inflação voltou a patamares mais controlados depois do grande aumento de 2015, o que permitiu, inclusive, uma política de expansão monetária pelo BCB, que rebaixou a taxa Selic de 14,25% a.a. no final de 2015 para 2,00% a.a. em 2020.

A política de expansão monetária empregada pelo BCB a partir de 2016 e intensificada nos anos seguintes, mudaram o perfil do investidor brasileiro que antes estavam satisfeitos em não tomar risco, visto que a taxa básica de juros garantia certa estabilidade para os seus investimentos no mercado de renda fixa. Com a queda dos juros, o *trade-off* de risco-retorno se materializou, o que favoreceu o mercado de renda variável.

Note que no Gráfico 3.6, a fase de expansão da taxa Selic ocorre no mesmo momento de retração do fechamento do Ibovespa (2012-2015). De forma similar, a expansão do índice Ibovespa coincide com a queda da taxa básica de juros. Esse comportamento indica que o índice

e os juros podem ter correlação negativa, afetando, assim, o comportamento dos agentes econômicos em suas decisões.

Gráfico 3.6: Fechamento do Ibovespa e Taxa Selic 2011-2020

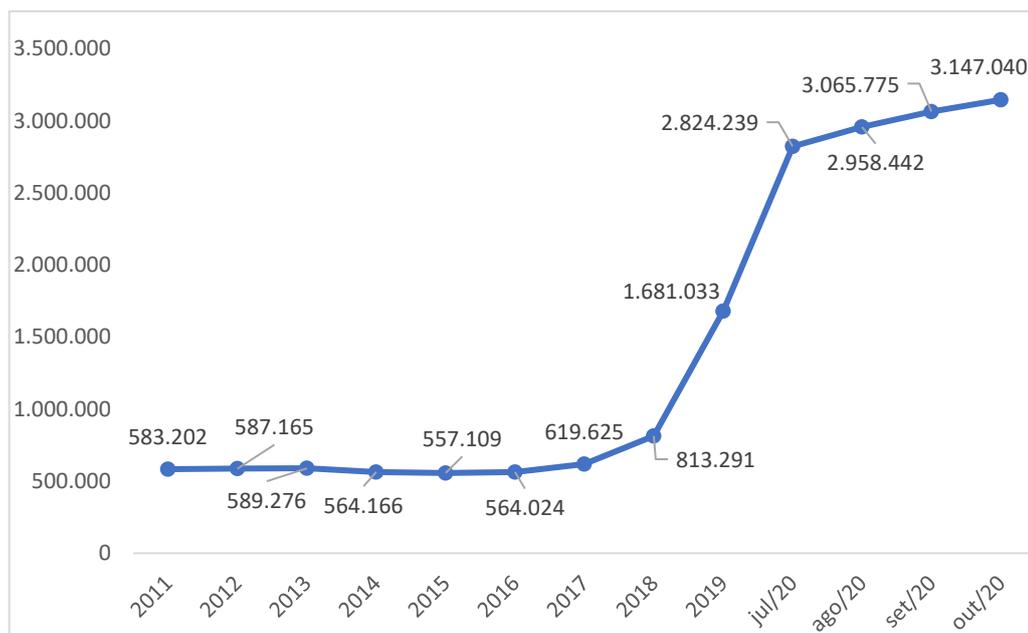


Fonte: Banco Central do Brasil/B3.

A necessidade de buscar maior rentabilidade, visto que o mercado de renda fixa já não era mais atraente como antes, fez o número de pessoas físicas cadastradas na bolsa de valores brasileira (Brasil Bolsa Balcão – B3) aumentasse exponencialmente. Em 2016, havia pouco menos de 600 mil investidores cadastrados, ao passo que, em outubro de 2020, mais de 3 milhões de brasileiros operavam em bolsa - uma alta de 458% na comparação entre os períodos (Gráfico 3.7).

Observando a Tabela 3.2, nota-se que o aumento do número de pessoas físicas cadastradas na B3 não foi somente um crescimento numérico, mas também houve um aumento do seu peso na posição total em bolsa. Em 2015, a sua participação era de aproximadamente 13,7% do volume total. Esse número cresceu para 21,3% em 2020, ou seja, uma alta de 7,6 p.p. em aproximadamente 4 anos, num período de crescimento do mercado.

Gráfico 3.7: Evolução do Número de Pessoas Físicas Cadastrada na B3 - 2011-2020



Fonte: B3.

Tabela 3.2 – Participação Percentual dos Investidores na B3 – 2015-2020

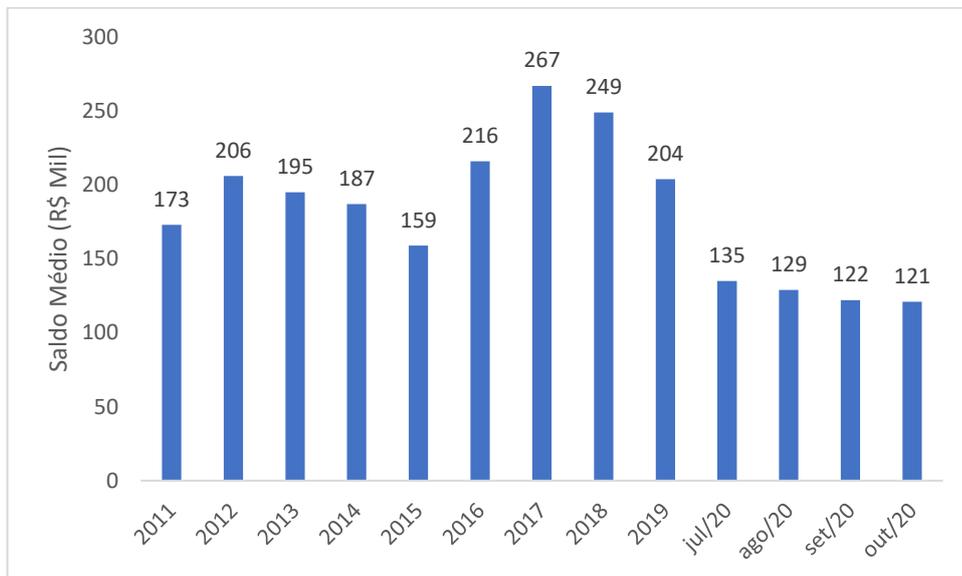
	Estrangeiro	Instituições	Pessoa Física	Inst. Financeiras	Empresas
2015	52,8	27,2	13,7	5,1	1,2
2016	52,3	24,9	17	5,2	1
2017	48,4	27,2	16,8	6	1,5
2018	48,9	27,8	17,9	4,6	0,9
2019	42,6	35,2	17,1	4,5	0,6
2020	46,6	27,3	21,3	4	0,9

Fonte: B3.

Devido à valorização do índice de ações brasileiro e a queda de rentabilidade dos títulos de renda fixa, os agentes econômicos tiveram que rever o seu perfil de risco e buscar conhecimento sobre o mercado de renda variável. O mercado de ações pode ser visto como um mercado abrangente, pois este não requer um mínimo para ser aplicado. Isto é, um investidor não precisa ter uma quantia mínima para realizar investimento em ações. A entrada de novos investidores na bolsa reduziu o saldo médio por pessoa na B3 em aproximadamente 55% (2017 até outubro de 2020) – Gráfico 3.8.

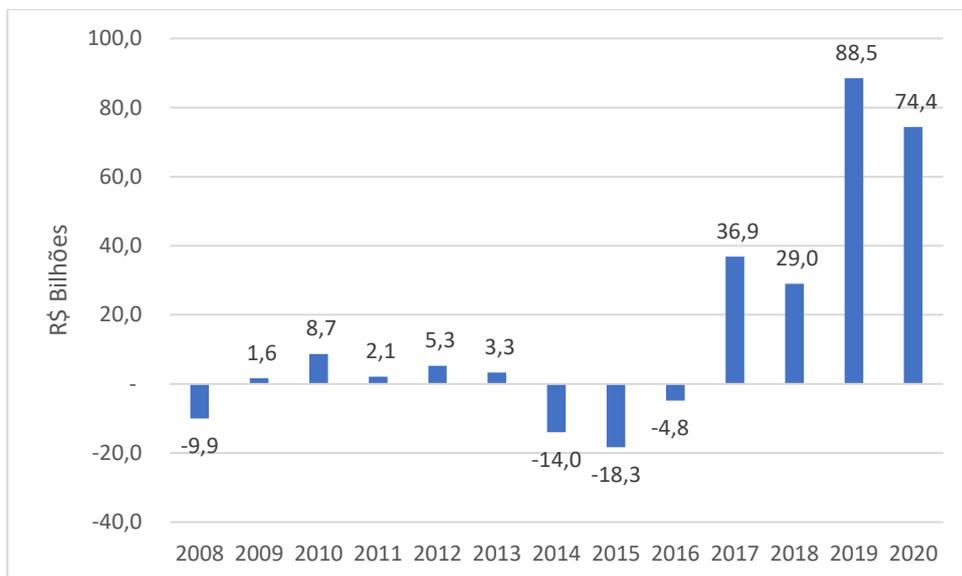
Os investidores institucionais também tiveram papel de destaque nessa fase de ascensão do MAB. A necessidade dos agentes em obter um retorno maior de seus investimentos levaram os Fundos de Investimento em Ações a alcançarem captações expressivas em 2019 e 2020, com um volume total de 88,5 e 74,4 bilhões de reais, respectivamente (Gráfico 3.9).

Gráfico 3.8: Saldo Médio por Pessoa na B3 (R\$ Mil) – 2011-2020



Fonte: B3.

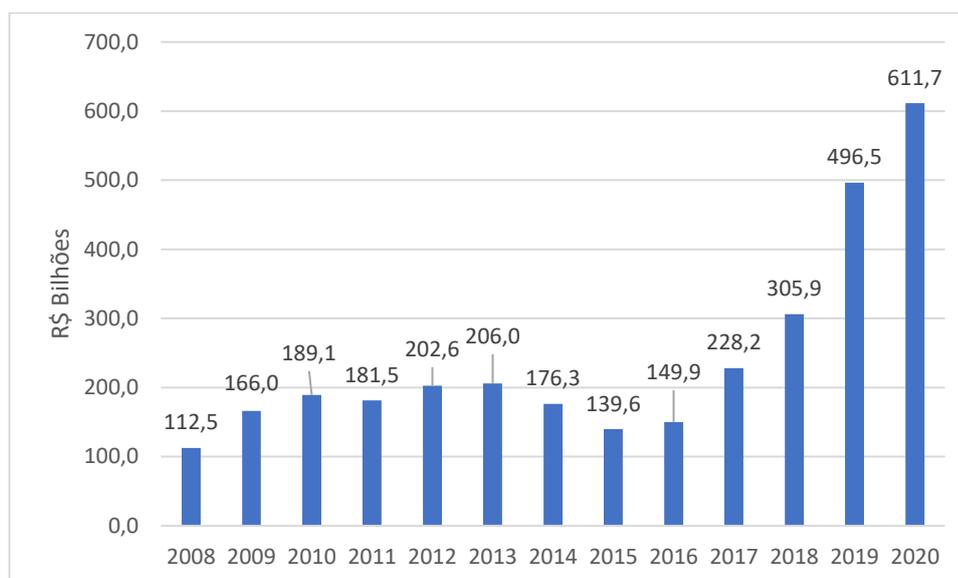
Gráfico 3.9: Captação Líquida de Fundos de Investimento em Ações – 2008-2020



Fonte: Anbima.

A entrada de novos recursos e a valorização do mercado de ações aumentaram o patrimônio líquido dos Fundos de Investimentos em Ações para R\$ 611,7 bilhões de reais em 2020. Esse valor representa um aumento expressivo, superior a 300%, no período comparado com o ano de 2016, início da trajetória de alta da bolsa brasileira, como ilustrado no Gráfico 3.10.

Gráfico 3.10: Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimentos em Ações – 2008-2020



Fonte: Anbima.

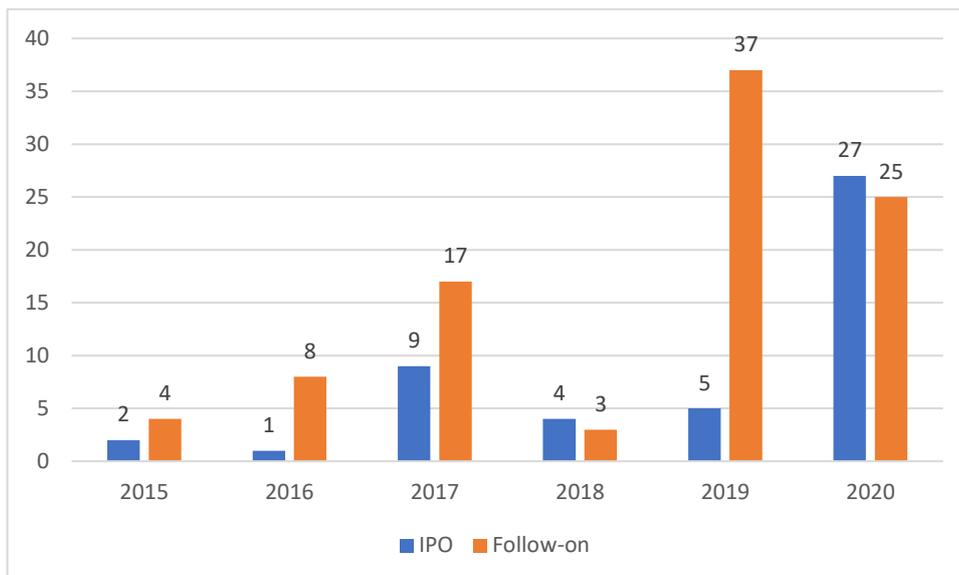
O aumento do número de pessoas que detém posição em bolsa e a maior participação dos investidores institucionais contribuíram diretamente para o aumento da liquidez de mercado, o que também se traduziu no mercado primário. Isto é, esse aumento da liquidez, também levou a que as empresas se capitalizassem através de IPOs e *follow-ons*, haja vista o contexto de recuperação econômica, ainda que tímida, e os cortes de financiamento por parte do BNDES.

O Gráfico 3.11 ilustra a situação econômica e a mudança de postura das empresas nessa nova fase. Como podemos observar, ocorreu um grande montante de lançamentos no ano de 2017: muitas empresas esperaram um melhor momento para se capitalizarem através da abertura de capital em bolsa. A perspectiva de melhora da situação econômica e um maior engajamento dos investidores propensos a correr mais riscos, trouxe o combustível que as empresas precisavam para lançar ações no mercado.

Em 2017 foram realizadas 9 ofertas iniciais de ações com volume total que ultrapassa os 19 bilhões de reais. Definitivamente foi o ponto de partida para a estratégia de *funding* das empresas através do mercado de ações. Esse volume é cerca de 25 vezes superior ao total realizado nos anos anteriores. Já no ano de 2018, ocorreu novamente uma queda do número de emissões e, também, do volume total, devido à grande volatilidade que o mercado de ações apresenta em anos de eleições federais e presidenciais. Nos momentos de maior incerteza e grandes oscilações, os agentes buscam ativos menos voláteis e com um risco controlado.

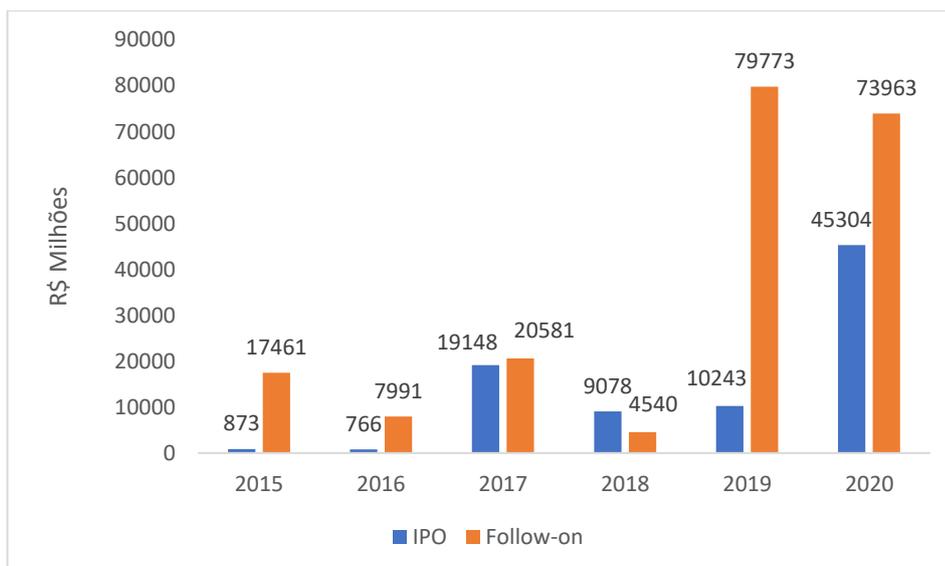
A vitória de Jair Bolsonaro para presidente e a indicação de Paulo Guedes para ministro da economia, com a perspectiva de dar prosseguimento à agenda de reformas, fez com que o mercado reagisse positivamente e o ritmo de lançamentos voltou a crescer substancialmente até 2020. O volume de lançamentos de novas ações no ano de 2020 é apenas comparável com 2007, no qual tivemos volume superior a R\$ 60 bilhões de reais com 64 novas empresas.

Gráfico 3.11: Número de Emissões no Mercado de Renda Variável – 2015-2020



Fonte: Anbima.

Gráfico 3.12: Volume de Emissões no Mercado de Renda Variável – 2015-2020



Fonte: Anbima.

Como pode ser observado na Tabela 3.3, os recursos das emissões serviram para aliviar os caixas e passivos das empresas em 2016, com a maior da destinação do capital para giro e

redução de passivo. Em 2017, o cenário não havia mudado em relação a 2016, mas o destaque ficou para a aquisição de novas empresas (fusões) e para desenvolvimento das mesmas através de suas atividades operacionais. Assim como nos anos subsequentes, as empresas capitalizadas e com passivos controlados puderam ir às compras e expandir os seus negócios, o que se refletiu na valorização das suas ações cotadas em bolsa.

Tabela 3.3: Destinação de Recursos das Emissões Primárias de Ações – 2015-2020

Destinação de Recursos	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Aquisição de ativos/Atividades operacionais	0,0%	12,6%	38,3%	77,7%	37,4%	42,0%
Aquisição de participação acionária	93,1%	3,7%	6,6%	8,3%	28,7%	17,0%
Capital de giro	1,5%	59,2%	20,9%	1,9%	10,5%	12,9%
Investimento em infraestrutura	0,0%	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	9,7%
Investimento em TI e Logística	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	6,2%
Não Informado	0,0%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Redução de passivo	5,4%	21,2%	33,6%	12,2%	18,8%	12,1%

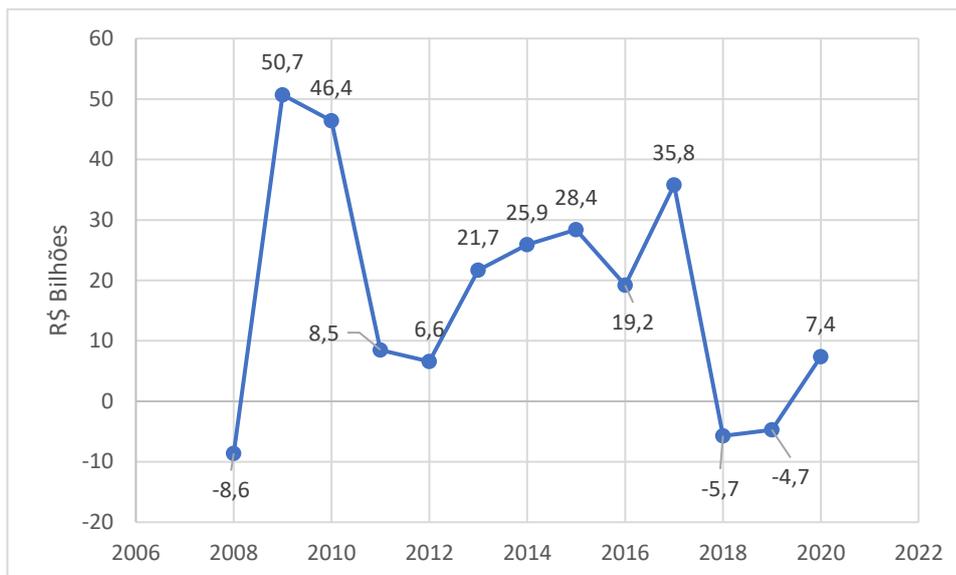
Fonte: Anbima.

Não menos importante do que os pontos citados acima para o desenvolvimento e crescimento do MAB estão os investidores estrangeiros. Em todos os períodos anteriores de grande prosperidade para o mercado de ações, os investidores estrangeiros sempre tiveram grande papel de destaque e mexiam diretamente no comportamento do mercado.

No período que compreende 2017 e 2020, pode-se observar um crescimento anêmico da economia juntamente com uma queda acentuada da taxa de juros e a necessidade de realocação de portfólio de investimentos, abandonando a antiga estratégia de renda fixa. Esse cenário não é atrativo para os investidores estrangeiros que normalmente buscam ativos seguros e utilizam estratégia de investimento a partir de crescimento econômico.

A maior participação de volume na B3 é dos investidores estrangeiros e a entrada ou saída de capital estrangeiro funciona como um termômetro para o mercado. A partir do gráfico 3.13, pode-se perceber que os movimentos de queda mais abruptos de saída de capital estrangeiro foram em momentos de grande incerteza.

Gráfico 3.13: Movimentação dos Investidores Estrangeiros (R\$ Bilhões) – 2008-2020



Fonte: B3.

O diferencial dessa nova expansão do mercado de ações é que o peso desses investidores caiu no período, especialmente no mercado primário de ações. Os dados da Anbima mostram que a participação no total de subscrições de ofertas públicas de ações dos investidores estrangeiros foi de 42,6 e 34,1% em 2019 e 2020, respectivamente (Figura 3.1).

Figura 3.1: Participação por Volume nas Ofertas Públicas de Ações – 2015-2020



Fonte: Anbima.

Como dito anteriormente, essa queda da participação percentual dos investidores estrangeiros não significa que a sua importância para o crescimento do mercado não seja relevante. Ela continua não somente sendo importante: esse investidor continua tendo a maior participação dentro da B3.

A Tabela 3.4 ilustra a movimentação detalhada dos investidores estrangeiros entre os anos de 2008 e 2020. Podemos correlacionar a retomada do saldo positivo de capital estrangeiro no ano de 2020 aos seguintes pontos:

- Maior clareza em relação à trajetória fiscal e política brasileira;
- Cenário positivo para as *commodities* e os mercados emergentes; e
- A recuperação econômica e o avanço crescente de iniciativas ambientais, sociais e de governança (ASG) pelas empresas brasileiras.

Tabela 3.4: Movimentação Detalhada dos Investidores Estrangeiros (R\$ Bilhões) 2008-20

DATA	Compras (A)	Vendas (B)	IPO/Follow-on (C)	(A+C-B)
2008	474,4	499	16,1	-8,6
2009	452,8	432,2	30,1	50,7
2010	474,7	468,8	40,5	46,4
2011	559,5	560,9	9,9	8,5
2012	717,5	715,7	4,8	6,6
2013	808	796,2	9,9	21,7
2014	935,9	915,5	5,5	25,9
2015	884,2	867,8	12	28,4
2016	967,6	953,3	4,9	19,2
2017	1.045,60	1.031,30	21,4	35,8
2018	1.487,10	1.498,60	5,8	-5,7
2019	1.895,80	1.940,30	39,8	-4,7
2020	3.443,80	3.475,60	39,2	7,4

Fonte: B3.

3.3. Síntese

O presente capítulo buscou analisar a evolução de determinados fatores para o desenvolvimento do MAB no período de 2017-2020, a fim de caracterizar as tendências dessa nova fase de expansão do mercado de renda variável.

A política expansionista empregada pelo BCB que reduziu a taxa Selic de forma acintosa durante o período de 2016-2020, somada à agenda de reformas, favorecendo a perspectiva de lucratividade dos grandes grupos empresariais a despeito do marasmo econômico, trouxeram de volta a confiança dos investidores que estava abalada no período anterior. Esse cenário fez a demanda por ativos de risco aumentar, fazendo com que os agentes fossem em busca de uma maior rentabilidade em seus portfólios de investimento. Do ponto de vista da oferta, as empresas necessitavam revitalizar os seus caixas e cumprir com os seus

passivos. Isso impulsionou a oferta das ações, com um grande número de lançamentos de ofertas públicas (IPO e *follow-on*) durante os anos de 2019 e 2020.

Nas grandes fases de expansão do mercado de ações anteriores, vimos a concentração de investidores estrangeiros regendo o mercado. Desta vez, os investidores locais tomaram papel de destaque no crescimento e desenvolvimento desse mercado. Nunca antes tivemos um movimento com tamanho entrada de novos investidores na bolsa como este, isto porque a queda da taxa de juros afetou diretamente o mercado de renda fixa (mais conservador) levando a uma movimentação de portfólio pela indústria financeira para a renda variável.

Por fim, resta saber se essa fase de expansão está próxima do fim ou não. Essa não é uma pergunta simples de responder, mas pode-se ressaltar alguns pontos que chamam a atenção como por exemplo o crescimento anêmico da economia. O PIB praticamente não cresceu no período: manteve-se uma taxa de crescimento de 1 % a.a. nos últimos anos e retração de 4% em 2020 por causa da crise do covid-19. A valorização do preço das *commodities* no mercado internacional começa a afetar diretamente a inflação, pressionando o BCB a subir os juros. O mercado teve esse desenvolvimento recente pautado em pontos muito específicos como queda da taxa de juros e a necessidade por rentabilidade. Uma perspectiva de aumento da taxa Selic poderá influenciar novamente no comportamento dos agentes e em suas tomadas de decisões.

CONCLUSÕES

A presente monografia teve como objetivo geral analisar o *boom* do mercado de ações brasileiro no período 2017-2020. Mais especificamente, buscou-se caracterizar essa expansão e investigar os principais fatores macroeconômicos por trás dela. A hipótese que orientou o trabalho foi que o comportamento das taxas de juros é o principal fator desencadeador da recente fase expansiva do mercado de ações.

O Capítulo 1 discutiu a importância dos mercados de ações para a economia e ofereceu elementos para compreender as relações que as principais variáveis macroeconômicas, como crescimento econômico, taxa de investimento, taxa de câmbio e a taxa de juros, guardam com o comportamento desse mercado, segundo a literatura. Mostrou-se que as variáveis macroeconômicas citadas possuem correlação positiva com o movimento do mercado acionário uma vez que o crescimento econômico beneficia a lucratividade das empresas e por consequência a distribuição de dividendos. Esse efeito manada provoca um choque elástico na demanda por ações por parte dos investidores. Em contrapartida, a taxa de câmbio e taxa de juros possuem correlação negativa com o Ibovespa, uma vez que, essas variáveis possuem efeito contrário ao mercado de ações. A valorização da taxa de câmbio torna o investimento no mercado de ações nacional relativamente mais caro para os investidores estrangeiros. Já a taxa de juros afeta diretamente a demanda por títulos de renda fixa em detrimento das ações. Logo, quanto maior for a rentabilidade no mercado de renda fixa, menor será a procura por ativos de risco como o mercado de renda variável.

O Capítulo 2 apresentou uma contextualização do ambiente macroeconômico no Brasil a partir de 2015, um período marcado por forte instabilidade política, o que se refletiu no comportamento das principais variáveis macroeconômicas. A análise realizada apontou que, após um período recessivo, a recuperação foi marcada pelo baixo crescimento econômico – semiestagnação – e pela redução da taxa de investimento. Contudo, o bom comportamento da inflação e de outras variáveis permitiu uma redução sustentada da taxa de juros. Mesmo com a turbulência trazida pela pandemia COVID-19, com o ingresso da economia em outro período recessivo em 2020, o nível da taxa Selic atingiu sua mínima histórica.

Esse cenário macroeconômico fez a demanda por ativos de risco aumentar, levando os investidores a diversificar seus portfólios em busca de uma maior rentabilidade, o que favoreceu a demanda por renda variável. Do ponto de vista da oferta de ações, as empresas necessitavam revitalizar os seus caixas e cumprir com os seus passivos. A combinação dos dois elementos

impulsionou o mercado de ações, com um grande número de ofertas públicas e uma valorização significativa desses ativos a partir de 2017 – a despeito do choque negativo inicial da covid-19. Destaca-se que os investidores locais tiveram papel de destaque no crescimento do mercado no período, com uma expressiva entrada de investidores individuais na bolsa e uma reorientação dos portfólios a favor de fundos de investimento que detivessem ativos de renda variável.

A partir da análise dos dados e indicadores realizada no Capítulo 3, conclui-se que o comportamento das taxas de juros pode ser, sim, compreendido como o principal fator desencadeador do *boom* do mercado de ações no período 2017-2020. Por essa razão, é fundamental investigar se essa fase de expansão poderá encontrar um fim num futuro próximo, haja vista o movimento de elevação da taxa de juros pelo BCB em 2021.

Essa não é uma pergunta simples de responder, uma vez que a perspectiva de aumento da taxa Selic poderá influenciar o comportamento dos agentes e promover um retorno à renda fixa. Contudo, é importante frisar que o mercado não é mais o mesmo de 2016. Em especial, os investidores definitivamente não são os mesmos de tempos passados: o mercado se desenvolveu e esses agentes adquiriram maior consciência em suas tomadas de decisões para investimentos, dando materialidade ao *trade-off* risco-retorno. O mercado é cíclico, assim como a economia, mas há fatores estruturais que podem dar mais fôlego ao *boom* recente do mercado de ações brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGA, M., & Kocaman, B. E. R. N. A. (2006). An empirical investigation of the relationship between inflation, P/E ratios and stock price behaviors using a new series called Index-20 for Istanbul Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 6(3), 133-165.

BERNARDELLI, L. V., & Bernardelli, A. G. (2016). Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 4(1), 4-17.

BERNARDELLI, L. V., Bernardelli, A. G., & Castro, G. H. L. de (2017). A Influência das Variáveis Macroeconômicas e do Índice de Expectativas no Mercado Acionário Brasileiro: Uma Análise Empírica para os Anos de 1995 a 2015. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 78- 96.

CHEN, S. S. (2009). Predicting the bear stock market: Macroeconomic variables as leading indicators. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 211-223.

DANTAS, J. A., Micheletto, M. A., Cardoso, F. A., & Sá, A. A. P. F. de (2017). Perdas em crédito nos bancos brasileiros: modelos de perdas esperadas e de perdas incorridas e impactos da IFRS 9. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(2), 156-175.

MACHADO, M. R. R., Gartner, I. R., & Machado, L. (2018). Relação entre Ibovespa e Variáveis Macroeconômicas: Evidências a Partir de um Modelo Markov-Switching. *Revista Brasileira de Finanças*, 15(3), 435-468.

OLIVEIRA, J. C. T., & Frascaroli, B. F. (2014). Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 4(1), 30-51.

-VARTANIAN, P. R. (2012). Impactos do índice Dow Jones, commodities e câmbio sobre o Ibovespa: uma análise do efeito contágio. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(4), 608-627.

BERNARDELLI, L. V., Bernardelli, A. G., & Castro, G. H. L. de (2020). Mercado acionário e variáveis macroeconômicas: evidências para o Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(19), 1-15.

CARVALHO, A. G. de (2000). Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, 4(3), 596-632.

BARBOSA-FILHO, N. H. de (2020). From Dilma to Bolsonaro: Brazilian economic policy in 2011-2019. *El Trimestre Económico*, 87(3), 597-633.