

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE GESTÃO E NEGÓCIOS  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**MURILO FERNANDES DE MELO DANTAS**

**COMPORTAMENTO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL DIANTE DAS  
CRISES GLOBAIS DE 2008 E 2020**

Goiânia - GO

2020

**MURILO FERNANDES DE MELO DANTAS**

**COMPORTAMENTO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL DIANTE DAS  
CRISES GLOBAIS DE 2008 E 2020**

Trabalho de conclusão apresentado como requisito parcial ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Goiás como requisito para a obtenção do título de Bacharel.

Orientação: Prof. Dr. Sérgio Duarte de Castro.

Goiânia - GO  
2020

**MURILO FERNANDES DE MELO DANTAS**  
**2017.1.0021.0079-1**

**COMPORTAMENTO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL DIANTE DAS  
CRISES GLOBAIS DE 2008 E 2020**

Goiânia,

Banca examinadora

---

Prof.Dr. Sérgio Duarte de Castro

---

Prof. Ms Goiaz do Araguaia Vieira

---

Prof . Ms Edilson Gonçalves de Aguiais

## RESUMO

Esse trabalho revelou e analisou as causas das principais diferenças entre o comportamento da bolsa de valores brasileira durante as crises de 2008 e de 2020. No plano teórico baseou-se na visão de Minsk sobre a instabilidade estrutural do capitalismo moderno. No plano empírico utilizou-se de dados secundários da conjuntura macro e microeconômica dos dois períodos, comparados com o comportamento do Índice Bovespa, além da identificação dos principais fatores estruturais para revelar e analisar aquelas diferenças. Concluiu que a principal diferença diz respeito ao tempo e momento de recuperação das duas crises, sendo que em 2008 essa foi mais lenta e acompanhou o desdobramento da crise no setor real da economia, enquanto a de 2020 foi muito mais rápida e ocorreu apesar da continuidade da crise no setor real. Concluiu-se, ainda, que as principais causas das particularidades observadas na crise de 2020 são, além das expectativas dos agentes associadas ao caráter datado da crise sanitária, as características estruturais da instabilidade financeira, agravadas pelo aprofundamento das políticas de *quantitative easing* e seus impactos da economia brasileira.

**PALAVRAS CHAVE:** Crise financeira. Mercado de Capitais. Bolsas de Valores.

## LISTAS DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do Índice Bovespa entre 2007 e 2020.....	26
Gráfico 2 - Taxa anual de crescimento do PIB, 2000-2018 (percentual em relação ao ano anterior) .....	26
Gráfico 3 - Oscilação do Índice Bovespa entre 01/01/2006 e 01/01/2012.....	28
Gráfico 4 - Taxa de câmbio nominal do Brasil de 11/2005 a 06/2020 (reais por um dólar) .....	32
Gráfico 5- Taxa Selic por reunião do Copom de 01/01/2008 a 01/07/2020.....	33
Gráfico 6 - Volatilidade do Índice Bovespa entre dezembro de 2019 e outubro de 2020 .....	34

## LISTA DE FIGURAS, TABELA E QUADRO

Figura 1 - Impacto do quantitative easing (QE) na Bolsa de Nova York .....	29
Figura 2 - Variação trimestral do PIB brasileiro, 2010-2020 .....	30
Figura 3 - Comportamento do Índice Bovespa entre 2013 e 2019 .....	31
Tabela 1 - Taxas trimestrais de crescimento do PIB brasileiro, do 4o trimestre de 2007 ao 4o trimestre de 2008.....	27
Quadro 1 - Mercados de valores imobiliários segundo a Instrução CVM n.º 461/07 .....	16

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	8
1 BOLSA DE VALORES E TEORIAS FINANCEIRAS .....	10
1.1 Teorias Financeiras .....	10
1.2 Bolsas: Funcionamento, Origem e Desenvolvimento .....	15
1.2.1 Bolsa de Valores Como Instrumento de Financiamento de Longo Prazo .....	15
1.2.2 Origem e desenvolvimento das bolsas de valores .....	17
1.3 Teorias de Análise de Mercado .....	18
2 CRISES FINANCEIRAS .....	19
2.1 Crise do Subprime .....	19
2.3 Crise do Coronavirus .....	22
3 BOLSA DE VALORES NAS CRISES DO SUBPRIME E DO CORONAVIRUS .....	24
REFERÊNCIAS .....	39

## INTRODUÇÃO

O mundo enfrentou duas grandes crises globais nesse início do século XXI, a crise de 2008 e a recente crise de 2020. A de 2008 teve início nos Estados Unidos com o estouro de uma bolha imobiliária que afetou toda a economia mundial. O Brasil foi afetado principalmente com a fuga em massa de investidores estrangeiros e a redução do crescimento dos principais importadores de *commodities*, incluído a China.

Em 2020, a pandemia do COVID-19, que se alastrou rapidamente por todo o globo, provocou uma nova crise de grandes proporções. Tendo o distanciamento social como sua medida preventiva mais eficiente enquanto não se desenvolvem vacinas para o novo vírus, a pandemia provocou fortes fissuras nos circuitos de produção e consumo, com uma escalada de desemprego e falências.

O problema do qual se partiu para a elaboração da presente monografia foi: qual são as principais diferenças entre os impactos das duas crises na bolsa de valores brasileira? O objetivo do trabalho é, portanto, responder a essa questão, não apenas evidenciando as diferenças entre a trajetória da bolsa em cada crise, mas, igualmente, procurar analisar suas razões.

O trabalho se baseará fundamentalmente na pesquisa, análise e interpretação de dados secundários, identificando o comportamento de variáveis macro e microeconômicas que impactam o mercado financeiro nos períodos respectivos, bem como aqueles que revelam o comportamento da bolsa. Para tanto se utilizará as bases de dados do Banco Central, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, do Banco de Dados públicos do - Ipeadata e da própria B3, além de relatórios, artigos científicos e a interpretação de analistas e instituições em seus sítios na Internet.

Os dados conjunturais serão comparados, principalmente, com a evolução do Índice Bovespa e sua volatilidade no período das duas crises, considerando-se os eventos e fatores estruturais que ajudem a explicar o comportamento da bolsa em termos de sua expansão, queda e recuperação em cada momento.



Essa monografia será organizada em três capítulos, além dessa introdução. No primeiro será apresentado o mercado de ações e sua função, também destacando a origem e desenvolvimento da bolsa de valores no Brasil. No segundo serão apresentados as crises financeiras e suas consequências para o Brasil, destacando algumas diferenças entre elas. No terceiro capítulo serão apresentados e analisados os resultados da pesquisa evidenciando o comportamento da bolsa de valores nos dois períodos, com os fatores que contribuíram para sua volatilidade e as principais razões para suas diferenças. Por fim, as principais conclusões serão retomadas nas considerações finais.

## 1 BOLSA DE VALORES E TEORIAS FINANCEIRAS

### 1.1 Teorias Financeiras

Nesse sub-item se abordará as teorias financeiras a partir de duas perspectivas. A primeira, de natureza histórica e estrutural, tratará basicamente da contribuição de Zysman (1983 *apud* PAULA, 2013) que oferece uma análise da experiência do modelo de financiamento das principais economias centrais. Essa análise permite discutir as posições teóricas quanto as vantagens e desvantagens dos dois principais mecanismos de financiamento de longo prazo das economias, qual sejam, o sistema de crédito bancário e o mercado de capitais. A segunda perspectiva, refere-se a questões da eficiência dos mercados financeiros e seu papel nas crises econômicas.

Começando pela contribuição de Zysman, esse autor procurou mostrar que os países centrais adotaram diferentes modelos de financiamento de longo prazo, em razão de características histórico-institucionais particulares, não havendo como se falar de um modelo ideal. Partindo dos casos estudados, Zysman identificou dois grandes tipos iniciais: sistemas financeiros baseados no crédito bancário (*credit-based financial system*) e sistemas alicerçados no mercado de capitais (*capital market-based system*). O primeiro se divide ainda em “sistema financeiro controlado por grandes grupos financeiros autônomos (tipo alemão) e sistema controlado por organismos de governo (tipo francês)” (PAULA, 2013, p.387).

Os dois únicos países que construíram efetivamente um sistema de financiamento de longo prazo baseado no mercado de capitais, onde a bolsa de valores tem um papel chave, foram a Grã-Bretanha e os EUA. São economias onde ações e títulos são as principais fontes de financiamento, contando com mercados secundários com solidez e a organização necessária para assegurar a liquidez dos títulos. Esses países contam com uma grande diversidade de instrumentos e mercados financeiros, e seu mercado bancário atua basicamente com o crédito de curto prazo (PAULA, 2013).

Na outra ponta encontra-se a Alemanha, que desenvolveu um sistema baseado no crédito bancário. Durante o processo de unificação do país no século XIX, o Estado alemão estimulou a integração entre os grandes grupos industriais monopolistas em formação e os bancos privados, por meio de participação acionária cruzada, dando origem a um poderoso sistema de financiamento de longo prazo. Essa proximidade ocorreu também em nível regional, com a aproximação entre as Micro e Pequenas Empresas - MPEs e pequenos bancos locais. Por outro lado, o país não desenvolveu um forte mercado de capitais e possui uma limitada variedade de instituições financeiras (PAULA, 2013; RAIMUNDO, 2009).

O exemplo típico do sistema baseado em banco, mas com forte controle do governo, é o Francês, que se verifica também no caso Japonês. Modelos intermediários entre o caso Alemão e o Francês se difundiram para países como a Itália, a Áustria e a Suíça (COSTA, 2009).

Apesar de Zysman advogar que não se pode considerar nenhum desses sistemas superior ao outro, existem os que defendem uma visão baseada no setor bancário, sustentando que sistemas baseados em bancos nos estágios iniciais de um desenvolvimento econômico, e em países com instituições fracas, realizam uma melhor realocação dos recursos do que os baseadas no mercado. Essas instituições conseguiriam fazer um trabalho melhor em mobilizar poupança e alocar capital, reduzindo os efeitos de informações assimétricas (PAULA, 2013).

Já aqueles que se filiam à uma visão baseada no mercado de capitais, dizem que esses são superiores porque estimulam a inovação e o crescimento no longo prazo, reforçando a governança corporativa e facilitando o gerenciamento de riscos com diversificação. Existe ainda uma outra posição, chamada de visão dos “serviços financeiros”, que pretende superar a dicotomia entre as anteriores dizendo que o mais importante não é o predomínio de setor bancário ou do mercado de capitais, mas sim a qualidade dos serviços gerados pelo sistema (PAULA, 2013).

Com o avanço do processo de globalização financeira a partir dos anos 80, verifica-se um forte movimento de migração do financiamento direto bancário para o financiamento na forma de *securities*, isto é, títulos de dívida e ações.

Esse movimento vem ocorrendo mesmo nos países cuja estrutura de financiamento estava tradicionalmente associada principalmente ao crédito bancário. Observa-se, portanto, um movimento geral de financeirização da economia, no qual o mercado de capitais passa a assumir um papel cada vez mais determinante (TORRES FILHO e COSTA , 2013).

O Brasil, com seu processo de desenvolvimento industrial periférico tardio, sempre sofreu com uma forte fragilidade em seu sistema de financiamento de longo prazo. Como nos casos das industrializações mais tardias da Europa, o sistema brasileiro é baseado em bancos públicos. Entretanto, um banco com essas características, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, só foi criado no país em 1952 e até hoje permanece praticamente sozinho em seu papel de assegurar esse tipo de crédito. Como vem acontecendo no resto do mundo, o país também está passando por um processo de transformação em seu sistema financeiro com um fortalecimento do mercado de capitais (TORRES FILHO e COSTA, 2013).

No que se refere à segunda perspectiva, das teorias que tratam da eficiência dos mercados financeiros e seu papel nas crises econômicas, a visão neoclássica dominante na ciência econômica se baseia na premissa da perfeita racionalidade dos agentes e, portanto, em sua capacidade de fazer escolhas ótimas. No campo das finanças modernas a principal teoria que se apoia nessa visão, é a chamada “teoria dos mercados eficientes”.

Como no mercado financeiro se lida com decisões sobre preços futuros de ativos, sua teoria envolve a questão de como são formadas as expectativas dos agentes. Até início da década de 60 prevalecia a visão de que as expectativas eram adaptativas, isto é, formadas a partir das experiências passadas. Ao longo daquela década emergiu a hipótese das expectativas racionais, afirmando que essas se formam não apenas com as informações do passado mas, também, com todas as informações disponíveis no presente (GOMES, 2011).

O primeiro autor a incorporar a hipótese de expectativas racionais na teoria dos mercados eficientes foi Fama (1970 *apud* GOMES, 2011). Segundo esse autor, como todos os agentes são racionais e perfeitamente informados, o mercado financeiro reflete rapidamente qualquer informação nos preços dos

ativos, tornando impossível ganhos anormais. Várias pesquisas foram realizadas nos anos 70 e 80 procurando dar sustentação à nova teoria.

Entretanto, o avanço da computação nos anos 80 possibilitou pesquisas mais amplas que evidenciaram comportamentos atípicos, não normais ou, aparentemente irracionais no mercado financeiro, colocando em questionamento a tese dos mercados eficientes. Os dados contrariavam particularmente a premissa da racionalidade ilimitada dos agentes. Um novo corpo teórico que surgiu para tentar superar essa lacuna, foi o da Economia Comportamental (GOMES, 2011).

Nesse novo campo da Economia os autores integram abordagens psicológicas, econômicas e sociológicas para entender, de maneira mais ampla, a racionalidade dos agentes no mercado financeiro e os limites da mesma. Contudo, a ampliação da instabilidade sistêmica dos mercados financeiros globalizados nos anos 80, que se expressa em crises frequentes ao longo dos anos 90 e deságua na crise global de 2008, demanda novos avanços teóricos.

Uma das teorias que ganha projeção nesse período, por sua elevada capacidade explicativa dos novos fenômenos, é a do pós-keynesiano Hyman Minsky. Esse autor parte da crítica aos supostos básicos da visão neoclássica, assumindo que os agentes não são perfeitamente racionais nem completamente informados, e que as expectativas se formam num ambiente de incerteza radical (GOMES, 2011).

Minsky constrói uma teoria da instabilidade intrínseca do sistema partindo das decisões das firmas que administram a relação entre, de um lado, sua estrutura de endividamentos, isto é, seus compromissos assumidos, e, de outro lado, suas expectativas de fluxo de caixa que decorrem dos retornos sobre seu capital investido, em geral um mix entre investimentos produtivos e financeiros.

O autor propõe uma tipologia para a situação das empresas tendo em vista essa relação entre estrutura de dívida versus fluxos de caixa, classificando-as em situação de: i) hedge, quando as firmas estão em uma situação confortável entre seu nível de endividamento e compromissos de curto prazo com seus fluxos de caixa; ii) especulativa, quando diante de expectativas animadoras as firmas aumentam seu endividamento muito acima de suas

entradas previstas, reduzindo sua margem de segurança; e iii) Ponzi; quando a firma está em situação de grande descompasso entre dívidas e entradas, implicando em risco muito elevado.

Minski supõe que as firmas são diferentes e que sua colocação entre uma e outra situação depende de suas distintas estratégias, bem como diferentes apetites pelo risco. Contudo, ele mostra que é perfeitamente identificável uma tendência geral que explica os ciclos e as crises financeiras. Nas fases de estabilidade econômica e aceleração do crescimento mesmo a maioria das firmas está em geral em posição hedge e começa a ampliar seu endividamento apostando na continuidade do crescimento. Como as expectativas em economia são auto realizadoras, quanto mais os agentes apostam mais o mercado cresce e se elevam os preços dos ativos.

Os ganhos promovidos pela alta dos preços dos ativos vão transformando o otimismo em euforia, que infla cada vez mais os valores de mercado daqueles. Diante da expectativa cada vez maior de ganhos futuros as firmas vão aumentando seu endividamento, passando para uma posição especulativa. Esse processo vai conduzindo o conjunto da economia para uma posição de crescente fragilidade financeira. Logo se forma uma grande bolha especulativa e grande parte das empresas avança para uma posição Ponzi, de alto risco. O estouro da bolha resulta em forte crise, com queima de capitais e quebras das firmas mais débeis, concentrando o mercado e criando as condições para o início de um novo ciclo. **<nenhuma citação por longo período>**

A teoria minskiana revela que a instabilidade financeira é parte da própria lógica de expansão do sistema e começa a se formar exatamente nos períodos de maior estabilidade e crescimento. Ela ganha grande força nos anos 90 e 2000, na medida em que a desregulamentação do sistema financeiro, com o processo de globalização associado a integração das bolsas 24 horas por dia *on line*, levou a instabilidade sistêmica e o potencial das crises financeiras a um novo patamar.

## **1.2 Bolsas: Funcionamento, Origem e Desenvolvimento**

A bolsa de valores é o mercado onde são negociadas ações de empresas de capital aberto e outros valores mobiliários, sendo utilizada como um meio de grandes empresas captarem recursos para suportar o seu crescimento, ou seja, é uma forma de financiamento de longo prazo para as firmas.

### **1.2.1 Bolsa de Valores Como Instrumento de Financiamento de Longo Prazo**

A bolsa é parte do sistema financeiro, que envolve um amplo conjunto de instituições e organizações que atuam na intermediação entre agentes tomadores de recursos e agentes poupadores. O sistema integra quatro grandes mercados: o mercado monetário; o mercado cambial; o mercado de crédito (ou bancário); e o mercado de capitais. Os dois primeiros dizem respeito, fundamentalmente à gestão macroeconômica, sendo coordenado pelos bancos centrais dos países. Já os dois últimos, o mercado de crédito e o mercado de capitais prestam-se ao financiamento das empresas (CARVALHO, 2014).

Para se financiarem as empresas contam com recursos internos e recursos externos. Os primeiros são recursos próprios da empresa, gerados em sua operação, e são formados basicamente por seus ativos líquidos correntes e pelos lucros retidos para reinvestimentos. Em geral esses recursos precisam ser ampliados por recursos externos, que podem ser obtidos por meio do sistema financeiro, nas instituições de crédito e/ou no mercado de capitais (FILARDO, 1980).

No que se refere às necessidades de financiamento de capital de giro, que são, por natureza, de curto prazo, as firmas recorrem normalmente ao mercado de crédito, em especial aos bancos comerciais. Esses são especializados em crédito de curto prazo oferecidos por meio de empréstimos. Para financiar o capital fixo e sua expansão, as empresas necessitam de fontes de longo prazo, que são providas pelo mercado de capitais, ou por instituições de crédito especializadas, como os bancos de desenvolvimento (FILARDO, 1980).

No mercado de capitais, que é constituído por bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas - como

bancos múltiplos, bancos de investimentos, bancos de câmbio e outras -, as empresas se financiam a partir de emissão e negociação de ações, diferentes títulos de dívida e outros valores mobiliários (FILARDO, 1980).

A bolsa é parte de um conjunto de instituições que compõe o sistema de distribuição de valores mobiliários no mercado de capitais. Seu papel é intermediar e viabilizar a relação entre as empresas, que buscam recursos para se financiarem, e os investidores financeiros, que aplicam suas poupanças em busca de valorização.

No Brasil, esse sistema é regulado pela Lei 6385/76, que estabelece que ele é formado por: instituições financeiras e demais sociedades dedicadas a distribuir emissão de valores mobiliários, seja por conta própria, seja como agentes da companhia emissora; sociedades cujo papel é a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, com o fito de revendê-los; sociedades e agentes autônomos que tem por objeto a mediação na negociação de valores mobiliários; agentes e empresas de liquidação e custódia de títulos; e, as bolsas de valores e mercadorias (CARVALHO, 2014).

Na normatização legal brasileira, a definição de bolsa pode ser encontrada na Instrução CVM n.º 461/07 como “mercados regulamentados de valores mobiliários”. Segundo essa instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tais mercados se subdividem em dois gêneros, os mercados organizados e o mercado de balcão não-organizado. Os mercados organizados, por sua vez, se subdividem em mercado organizado de bolsa e mercado organizado de balcão. Além disso, o mercado organizado de bolsa engloba duas subespécies, as bolsas de valores e as bolsas de mercadorias e futuros (CVM, 2007).

Quadro 1 - Mercados de valores imobiliários segundo a Instrução CVM n.º 461/07

GÊNEROS DE MERCADO	ESPÉCIES DE MERCADO	SUBESPÉCIES DE MERCADO
MERCADOS ORGANIZADOS	Mercado Organizado de Bolsa	<i>Bolsas de valores</i>
		<i>Bolsas de mercadoria e futuros</i>
	Mercado Organizado de Balcão	
MERCADOS DE BALCÃO NÃO-ORGANIZADOS		

Fonte: Elaboração própria.



Segundo a CVM (2007, p.2): “Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros. [...] Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado”.

A diferença entre as operações na bolsa e nos mercados de balcão organizado e que, nesses últimos, as negociações se dão em sistemas centralizados ou coordenados por um formador de mercado, mas são admitidas, igualmente, operações diretamente entre as partes, sem a intermediação de integrantes do sistema de distribuição, desde que a operação seja registrada em mercado organizado (CVM, 2007).

Já o conceito de mercados de balcão não-organizados se refere àqueles em que as negociações se realizam fora das bolsas e dos mercados de balcão organizados, mas sempre com a participação de alguma instituição que acompanha o sistema de distribuição de valores mobiliários (CVM, 2007).

### 1.2.2 Origem e desenvolvimento das bolsas de valores

Segundo Pinheiro (2017), não se sabe ao certo a origem da bolsa de valores, tendo relatos dos gregos, romanos, palestinos, em que os comerciantes se reuniam para negociar, sendo que só se sabe que surgiram em épocas distintas e não eram especificamente valores mobiliários. Durante a idade média até o século XVII as bolsas tinham função basicamente de compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos, sendo operações limitadas por dificuldades de informação, escassez de capital e ausência de crédito.

Passou a ter sentido comercial e financeiro no fim do século XIII na Bélgica quando um grupo de pessoas influentes se reuniam periodicamente com o objetivo de realizar operações financeiras, a partir desse período a bolsa começou a ter uma sede própria e apenas em 1531 surgiu a primeira bolsa oficial na Bélgica que já realizava negócios especulativos influenciados por boatos e devido a esse fato a Inglaterra construiu sua própria bolsa com o intuito de

proteger sua economia, o mercado da Inglaterra teve grande relevância devido a Revolução Industrial (PINHEIRO, 2017).

No Brasil, a bolsa de valores brasileira teve 4 períodos de evolução, inicialmente sendo chamada de junta de corretores, depois bolsa de fundos públicos, depois bolsa oficial de valores e por último bolsa de valores. A junta de corretores é o início da história da bolsa no Brasil, em 1851, tendo as atividades iniciais organismos regulamentados pelo Ministério da Justiça e logo após para o Ministério da Fazenda de acordo com o aumento de importância econômica.

Seguiu um período de expansão concentrado no Rio de Janeiro, mas com funcionamento de juntas em outras capitais e posteriormente no século XX, surge a iniciativa de criação de uma bolsa no território, com destaque em São Paulo. Apenas em 1939 que se inicia o segundo período, com alterações na legislação de mercado, buscando incentivá-lo e representou um período de expansão do mercado de capitais (NABARRO, 2016).

O terceiro período pela aprovação da Lei de Mercado de Capitais em 1965, iniciando um processo de fusões e aquisições que buscavam obter maior área de mercado. Por fim o período final se deu pela fusão das bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro no ano de 2000, passando de BM&F para BM&FBovespa e sua desmutualização e abertura de capital a tornou um holding de capital aberto, tendo característica de um monopólio bursátil (NABARRO, 2016).

### **1.3 Teorias de Análise de Mercado**

Viu-se anteriormente as teorias referentes à estrutura do sistema financeiro e aquelas que tratam da racionalidade dos agentes e seu impacto sobre a estabilidade do sistema financeiro. Nesse item serão tratadas as teorias de análise de mercado, que orientam os investidores nas suas decisões de investimento na bolsa de valores. As duas teorias principais nesse campo são conhecidas como Análise Fundamentalista e Análise Técnica.

A Análise Fundamentalista consiste em basear suas escolhas de investimento em um olhar técnico sobre os fundamentos da empresa. Nesse tipo de análise, considera-se os vários fatores que indicam se a empresa pode vir a ter sucesso no longo prazo como, por exemplo, a resiliência de resultados, o

*market share*, as vantagens competitivas e a governança corporativa. Esse tipo de análise técnica é a mais utilizada por investidores que tem o objetivo de acumular patrimônio com o *buy and hold*, ou seja, é um método que consiste em comprar os ativos com o intuito de ser sócio das empresas e não de ganhar com a especulação de preços no curto prazo (BTG Pactual, 2020).

Já a Análise Técnica baseia-se na tentativa de prever os movimentos de curto prazo do mercado, de acordo com movimentos passados. Busca-se encontrar padrões, isto é, tentar prever a ação dos demais investidores e ganhar dinheiro num curto período de tempo com a especulação do ativo. Esse tipo de análise será de fundamental importância para buscar entender os movimentos de mercado ocorridos na crise da pandemia do coronavírus. (BTG Pactual 2020).

## **2 CRISES FINANCEIRAS**

Duas grandes crises econômicas globais marcaram esse início do século XXI, deixando o mundo apreensivo com relação ao próprio futuro do sistema capitalista.

(formatação diferente do restante)

### **2.1 Crise do Subprime**

A crise de 2008 no EUA, que rapidamente se difundiu por todo o mundo, se situa no âmbito da instabilidade global que adveio do processo de globalização financeira a partir dos anos 80, e que já havia produzido uma série de crises importantes nos chamados “mercado emergentes” ao longo da década de 90 e início de 2000.

O processo de liberalização financeira que se seguiu a falência do sistema de finanças reguladas de Bretton Woods ampliou fortemente a instabilidade e os riscos de rupturas do sistema financeiro mundial. Em primeiro lugar porque integrou mercados de capitais nacionais, que estavam protegidos por fronteiras geográficas e regulatórias desde o fim da segunda grande guerra, ampliando, assim, a possibilidade de rápida contaminação do mercado global a partir de crises locais. Além disso, as novas Tecnologias de Informação e Comunicação (TICs) ampliaram sobremaneira essa integração, tornando muito mais ágeis os mecanismos de contaminação.

A liberalização, de outra parte, estimulou o surgimento de inovação financeira, entre as quais se destacam os chamados derivativos, papéis de derivam de ativos reais permitindo especular com taxas de juros, taxas de câmbio, preços de *commodities*, de imóveis e tantos outros. A engenharia financeira foi desenvolvendo possibilidades cada vez mais amplas de encadeamento entre esses papéis, permitindo a elevação de enormes “torres” especulativas sobre uma mesma base de garantia. Com esses e outros instrumentos, somados a redução das restrições regulatórias, ampliou-se enormemente a alavancagem das instituições financeiras bancárias e não bancárias. Sobretudo essas últimas, ampliam-se e se diversificam, passando a controlar ativos financeiros bilionários, como os fundos de hedge.

Juntamente com a desregulamentação financeira, o ciclo de expansão da economia norte-americana nos anos 90, alimentado com uma política monetária expansionista contribuiu com um grande aumento da liquidez internacional. Todo esse quadro resultou em uma série de grandes crises nas bolsas de valores e nos mercados de câmbio das chamadas economias emergentes, que produziram abalos mundiais mais ou menos importantes, tais como as crises: do México (1994); do Sudeste Asiático (1997); do Brasil (1998); da Rússia (1999) e da Argentina (2001). **<afirmação muito forte para não ter fundamentação>**

Nos EUA, o ciclo de crescimento foi temporariamente interrompido com o estouro da bolha especulativa da internet, na Nasdaq, em 2000. A rápida intervenção do *Federal Reserve* - FED, o banco central americano, com a redução dos juros e a expansão do crédito, juntamente com o aquecimento do mercado imobiliário que iria produzir uma nova bolha em 2007-2008, impediu que a crise tomasse maiores proporções. Contudo, a política de expansão do crédito do FED e própria forma agressiva como que os atores do sistema financeiro utilizaram para superar seus prejuízos contribuíram para a dimensão da bolha gerada no mercado imobiliário. Campanhas bilionárias de marketing foram realizadas pelos grandes bancos estimulando os americanos a fazerem segundas e terceiras hipotecas sobre imóveis. Em 2007 a dívida das famílias com segundas hipotecas somava mais de US\$ 1 trilhão (GOWAN, 2009).

Assim, apesar do início da crise ser associada à quebra do Lehman Brothers, o problema teve origem em uma sucessão de fatos ocorridos desde o final da década de 80. A prática da hipoteca era muito utilizada no país, na qual as pessoas obtêm um empréstimo bancário e colocam o imóvel como garantia de que o empréstimo será pago. Além disso, a pessoa pode hipotecar o mesmo imóvel diversas vezes, ou seja, contrair vários empréstimos, mas com o mesmo imóvel como garantia de todos eles. < muito forte a afirmação para não ter fonte >

Com a expansão do crédito, e com um histórico de juros baixos no país as pessoas passaram a hipotecar suas casas para investir em mais imóveis, o que gerou uma valorização destes, alimentando ainda mais o mercado imobiliário. O maior problema dessa expansão desordenada do crédito foi que uma parte considerável dos empréstimos foi concedida a pessoas que não possuíam condições de quitá-los, como desempregados e pessoas que não tinham renda comprovada. Além disso, as inovações financeiras permitiram a criação de um complexo emaranhado de derivativos cruzados baseados naquelas hipotecas, altamente lucrativos, com papéis que passaram a ter papel importante não apenas dos ativos dos grandes bancos americanos, mas das grandes empresas e bancos em todo o mundo.

Assim, a crise do subprime afetou o sistema financeiro mundial com uma reação em cadeia que afetou todas os principais mercados do globo. Além disso, com o pânico os investidores passaram a resgatar suas aplicações, diminuindo a liquidez no mercado, Isso quer dizer que quem tinha dinheiro investido em bancos e em ações pediu para sacá-lo com medo de perdê-lo, e os bancos não tinham como cobrir tantos saques, fazendo as bolsas mundiais perderem mais de 30% de seu valor (POLITIZE, 2020).

Os países emergentes, dentre eles o Brasil, sentiram menos os efeitos da crise, entretanto, houve uma forte queda no Índice Bolsa de Valores de São Paulo - iBOVESPA e um aumento no preço do dólar. Isso porque os investidores ao redor do mundo estavam resgatando as aplicações devido à quebra de confiança no mercado. Após os enormes prejuízos de grandes empresas como a Sadia e Aracruz, o governo brasileiro viu que era necessário agir e baixou a taxa básica de juros, SELIC, de 13,75% para 8,75% ao ano em 2009. Ao reduzir

os juros pagos nos empréstimos tanto de pessoas físicas quanto de empresas, o governo objetivava aumentar o dinheiro em circulação (POLITIZE, 2020).

Além disso, diminuiu a alíquota de impostos, principalmente o IPI, para produtos da linha branca, materiais de construção e automóveis, além de liberar bilhões de reais em depósitos compulsórios para os bancos, para aumentar a liquidez no mercado. Com esse conjunto de políticas anticíclicas, o governo conseguiu seja manter a produção das indústrias e aumentar o dinheiro em circulação para que as pessoas consumissem mais. Assim, retomou o crescimento, ainda que a taxas modestas, antes de vários países desenvolvidos (POLITIZE, 2020).

### **2.3 Crise do Coronavírus**

Primeiramente o preço do petróleo desabou 30% devido à guerra de preços entre Rússia e Arábia Saudita, a queda é a maior desde os tempos da Guerra do Golfo, e foi causada pelo aumento da produção e oferta de descontos da Arábia Saudita, para proteger sua posição de mercado contra a Rússia.

O pânico diante das incertezas do Covid-19, o pânico tomou conta do mercado financeiro e da sociedade no geral, o medo da recessão global somado ao contexto da guerra de preços derreteu as bolsas no mundo todo, levando a B3 a acionar o *circuit breaker* repetidamente. Por fim, a paralisação das atividades econômicas para controlar a pandemia, os governos tomaram medidas de paralisação devido a necessidade do isolamento social, que parou a produção de produtos em vários setores (CAPITAL RESEARCH, 2020).

Dentre as várias consequências da crise no Brasil podemos citar: o desemprego, com o fechamento das empresas e queda brusca no faturamento, o aumento do desemprego é a primeira consequência que deve afetar o país. Os analistas preveem um aumento brusco da taxa de desemprego e desocupação, que deve ultrapassar os 11,6% do período pré-crise em pelo menos cinco pontos percentuais; o endividamento público, com os pacotes de medidas de enfrentamento ao Coronavírus, os gastos públicos emergenciais devem gerar um déficit de pelo menos R\$ 452,5 bilhões.

Diante da necessidade de socorrer trabalhadores e empresas, o rombo nas contas públicas é inevitável, a falência de empresas, muitas das empresas afetadas pela Crise de 2020 não têm caixa suficiente para se sustentar durante o período de paralisação. Considerando que a maioria são micro, pequenas e médias empresas, o país pode enfrentar um cenário de falência generalizada, as incertezas políticas, a crise de 2020 também afeta o campo político e gera ainda mais incertezas em relação à capacidade dos governos em lidar com a recessão prolongada.

Ficou claro que as principais economias do mundo estão com dificuldades em cooperar umas com as outras e que os países emergentes serão os mais prejudicados, devido à falta de recursos e endividamento. Diante desse cenário, é fácil deduzir que o mercado financeiro enfrenta uma volatilidade intensa e um estado de *bear market* generalizado (CAPITAL RESEARCH, 2020)

## **2.4 Diferenças entre as crises**

Em 2008 a crise se concentrou nos setores financeiros e imobiliários, a atual afeta todos os setores. Outro fator é que a economia chinesa não teve mais do que uma contração moderada na crise do subprime, enquanto os efeitos da crise atual são muito mais fortes, uma vez que a maior economia da Ásia teve períodos de quarentena total em diversas regiões. Outra diferença é que, enquanto o impacto do *crash* de 2008 se disseminou simultaneamente no mundo todo, a pandemia da Covid-19 vai impactar os países nos momentos em que cada um tem seu pico de casos da doença, um momento de isolamento total da população e um ápice na paralisação da atividade econômica diferente do outro.

### 3 BOLSA DE VALORES NAS CRISES DO SUBPRIME E DO CORONAVIRUS

Nesse capítulo se fará uma comparação entre os efeitos da crise de 2008 e a de 2020, sobre a bolsa de valores brasileira, procurando entender suas principais diferenças. De acordo com a teoria de Minsk, discutida no capítulo 1, o mercado de capitais é o principal termômetro e ponto de eclosão das grandes crises na economia capitalista. A evolução dos índices gerais dos preços das ações expressa claramente os movimentos do ciclo, com sua elevação mais suave nos momentos de estabilidade e crescimento, de rápida elevação na configuração de bolhas especulativas e quedas abruptas com o estouro das mesmas.

O problema das grandes crises desse século, segundo o mesmo Minsk, é que a globalização financeira criou um quadro de instabilidade sistêmica que vem se agravando ao longo do tempo, que permanece mesmo nas fases de certa estabilidade e crescimento dos ciclos. Um dos aspectos mais importantes desse quadro é um relativo descolamento entre o ciclo da economia real, representado pela evolução do PIB e do emprego, e o ciclo financeiro expresso no comportamento das bolsas de valores. Num processo conhecido como “financeirização da economia”, mesmo as grandes empresas do setor produtivo passam a realizar grande parte de sua valorização do capital na esfera especulativa, o que tem se refletido em taxas de crescimento do PIB e da produtividade relativamente baixas, apesar dos grandes avanços tecnológicos que vem se verificando.

As políticas dos principais bancos centrais para enfrentar essa situação de instabilidade sistêmica e crescimento relativamente baixo têm sido de adoção de práticas monetárias fortemente expansionistas, com redução das taxas de juros e aumento da liquidez. Como dito anteriormente, os EUA já vinham nesse caminho desde a crise da NASDAQ, em 2000, mas aprofundou essa política após a crise de 2008. Os demais países centrais adotaram políticas semelhantes, que ficaram conhecidas como *quantitative easing* (QE), provocando uma redução generalizada das taxas de juros e um enorme crescimento da liquidez internacional. Essa situação e seus efeitos sobre uma



país periférico, como o Brasil, é importante para se compreender o comportamento das bolsas diante das referidas crises.

A primeira diferença fundamental entre a crise de 2008 e a de 2020 sobre a bolsa brasileira diz respeito à própria natureza diversa das crises. No caso da crise do subprime, foi a própria bolha financeira que se formou no mercado de capitais que estourou, provocando como consequência uma crise na economia real. Já a crise de 2020 foi causada por um fator externo, a pandemia, que teve um impacto quase simultâneo na economia real e na bolsa de valores. Na economia real em função da ruptura dos fluxos de produção e consumo e, na bolsa, em decorrência da instabilidade de expectativas que acompanhou aquela.

Esse fato teve consequências na duração da baixa na bolsa, como pode ser visto no Gráfico 1. No caso da crise 2008, a bolsa brasileira começou a cair logo após o anúncio da quebra do Lehman Brothers em 15 setembro de 2008, acompanhando o movimento das bolsas globais, provocando uma brutal queda no PIB do país e a baixa se prolongou, mantendo-se por toda a fase de retração no Produto Interno Bruto - PIB, só voltando a crescer quando se iniciou a retomada no crescimento do produto no Brasil, no segundo semestre de 2009.

Já na crise do coronavírus, em 23 de janeiro de 2020, quando o vírus parecia ser algo que permaneceria na Ásia, o Ibovespa chegava a seu pico em 119.527 pontos, e no final de março o índice caiu para cerca de 75.000 pontos. Contudo, diferentemente de 2008, retomou quase imediatamente um rápido crescimento, ainda em meio à crise do produto e do emprego, ultrapassando os 100.000 pontos já em meados de julho, três meses e meio depois, permanecendo na faixa dos 100 mil até outubro, o mesmo patamar que a bolsa se encontrava em agosto de 2019.

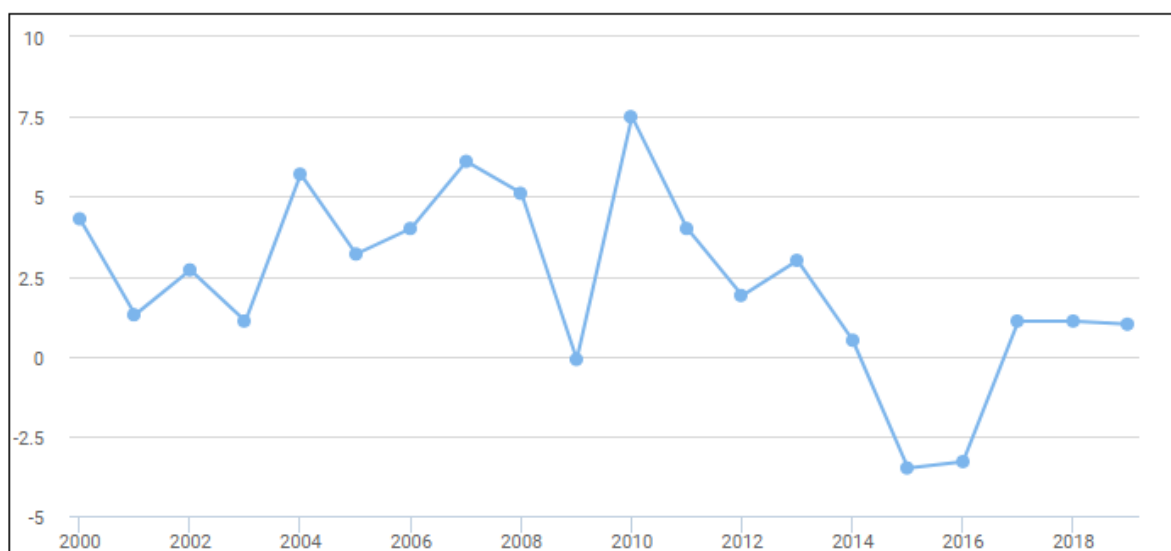
Gráfico 1 – Evolução do Índice Bovespa entre 2007 e 2020



Fonte: Br.Trading view (2020)

Analisando-se mais de perto a trajetória que antecedeu a crise de 2008, verifica-se que o país havia retomado uma trajetória de crescimento a partir de 2003, viabilizada pelo bom desempenho do comércio exterior, em razão da melhoria do preço das commodities, e das políticas de recuperação do mercado interno (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Taxa anual de crescimento do PIB, 2000-2018 (percentual em relação ao ano anterior)



Fonte: IBGE. Retirado de br.advfn<sup>1</sup> (2020).

<sup>1</sup> <https://br.advfn.com/indicadores/pib/brasil>. Acesso em 15/10/2020.

Como pode ser observado na Tabela 1, mesmo nos três primeiros trimestres de 2008 o crescimento persistia mostrando, inclusive uma aceleração. Foi a quebra da bolsa de Nova York em meados de setembro que derrubou imediatamente a bolsa brasileira, provocando uma queda de 3,6% do PIB no quarto trimestre daquele ano, o maior recuo já registrado da série do produto brasileiro iniciada em 1996. Em 2009 o PIB brasileiro fechou com uma redução de 0,2% (IBGE, 2020).

Tabela 1 - Taxas trimestrais de crescimento do PIB brasileiro, do 4o trimestre de 2007 ao 4o trimestre de 2008.

Taxas (%)	4º Trim 2007	1º Trim 2008	2º Trim 2008	3º Trim 2008	4º Trim 2008
Acumulado ao longo no ano / mesmo período do ano anterior	5,7	6,1	6,2	6,4	5,1
Trimestre / mesmo trimestre do ano anterior	6,1	6,1	6,2	6,8	1,3

Fonte: IBGE. Adaptado de Agência de notícias IBGE, 2009

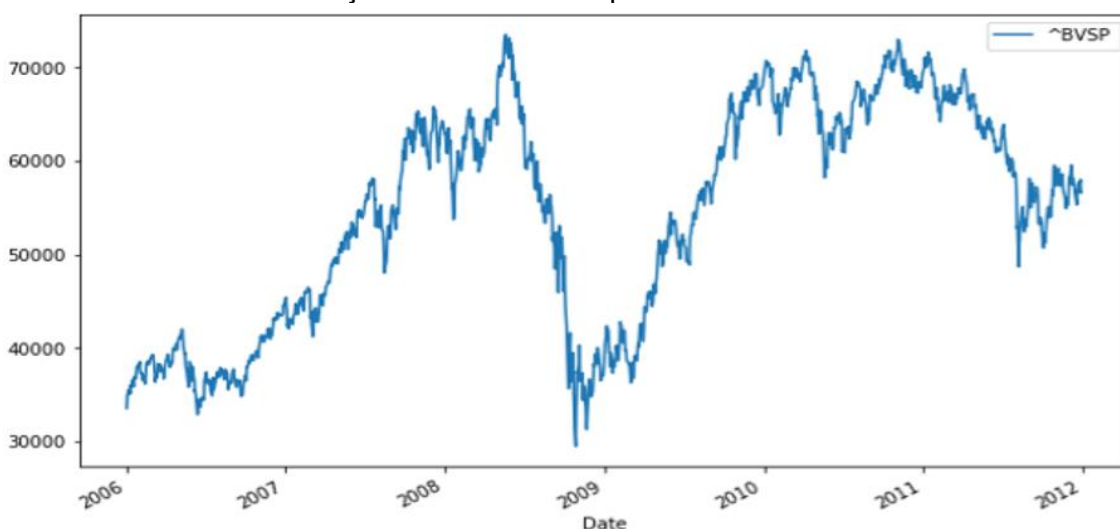
Desde 2002, o preço das *commodities* vinha mostrando uma elevação expressiva, com a crise de 2008, em junho, foi interrompido a trajetória de alta, como os países exportadores de *commodities*, como o Brasil foram menos afetados pela crise, o fato que afetou o país foi justamente a oferta dos produtos pelos países compradores. Os temores de um agravamento na crise mundial assustavam os investidores do mercado financeiro e pressionavam a queda das ações e o número de falências que a crise levou pode explicar de grosso modo a lenta recuperação da bolsa, o crescimento econômico que seguia desde o início da década parecia ter chegado ao fim, impactando as ações listadas na Bovespa.

Com o isso os setores financeiros, de varejo e industrias foram afetados, empresas como bancos detinham títulos lastreados no crédito imobiliário americano que perderam valor quando os tomadores de empréstimos não pagaram suas dívidas, trazendo prejuízos e conseqüentemente, fazendo com que o medo que os bancos quebrassem agravasse mais ainda a situação. Os clientes dos bancos além de não colocarem mais dinheiro nele por medo, ainda

retiram o valor que já tinham, tudo isso ocasionando uma falta de crédito e consequentemente empresas que necessitam desse crédito para adiantar o recebimento futuro, como por exemplo as exportadoras. Tudo isso acarreta na redução do volume de vendas, como aponta o professor José Eduardo Balian (ESPM). Balian também ressalta que a forma como o varejo foi afetado foi devido a falta de crédito por parte do consumidor e os bancos estavam segurando dinheiro com o medo da inadimplência deles (GLOBO, 2009).

Para que a paralisação econômica não fosse tão sentida, o governo teve que tomar uma série de medidas contracíclicas, tendo que injetar dinheiro na economia. O governo ainda dispunha de espaço fiscal para essas políticas porque nessa época a relação PIB/Dívida ainda girava em torno de 60% (ONE INVEST, 2020; BBC News, 2020).

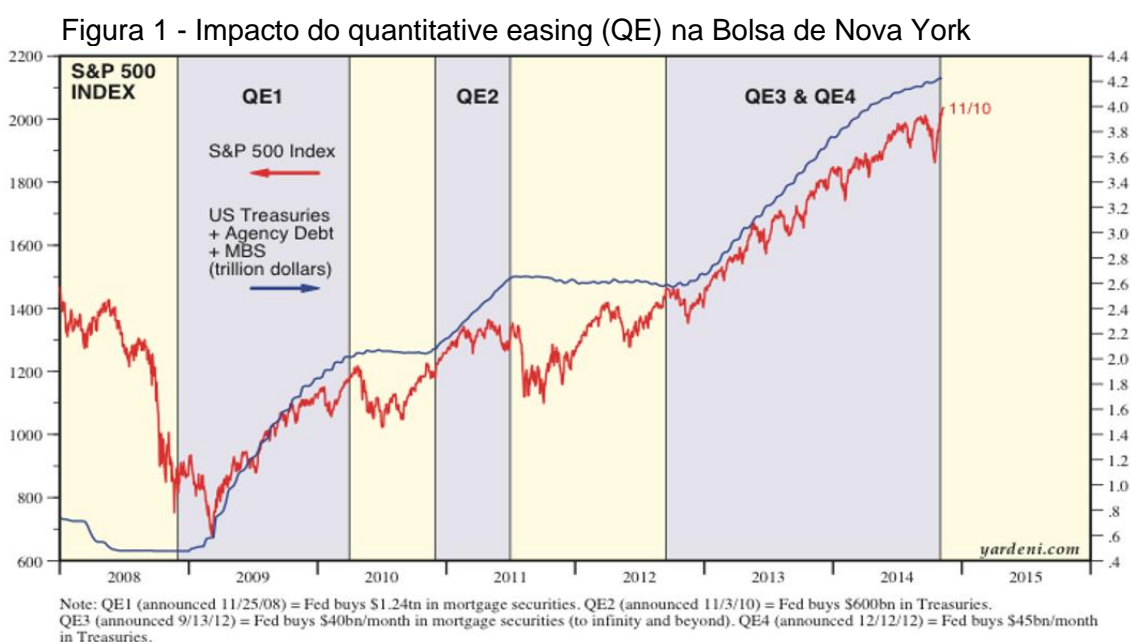
Gráfico 3 - Oscilação do Índice Bovespa entre 01/01/2006 e 01/01/2012



Fonte: retirado de Yahoo Finance/Santa Fé Investimentos

O Gráfico 3 mostra o comportamento do índice Bovespa em razão da crise de 2008 com mais detalhe. Pode-se verificar a rapidez da queda do terceiro trimestre daquele ano e como o índice de se mantém oscilando no fundo do poço no primeiro semestre de 2009. Apesar dos PIB de 2009 ter fechado em -0,2, a fase mais profunda da crise se deu nos primeiros trimestres, com as políticas anticíclicas já promovendo uma reversão no segundo semestre. No último trimestre daquele ano já se registrou um crescimento de 2% do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (IBGE, 2020).

O clima de reversão já animou os investidores promovendo a recuperação da bolsa ao longo do segundo semestre de 2009, atingindo um patamar próximo do pico de 2008. Esse, contudo, só viria a ser de fato alcançado e superado em meados de 2017 (ver Gráfico 1). A aposta dos investidores da bolsa na rápida recuperação da economia brasileira à crise de 2008 se autorrealizou, com o crescimento do PIB em 2010 alcançando o índice de 7,5% (Gráfico 2), a maior variação do PIB no país em um único ano registrada desde 1973 (IBGE, 2020).



Fonte: Standard & Poor's Corporation. Retirado de Standart & Poor's Corporation

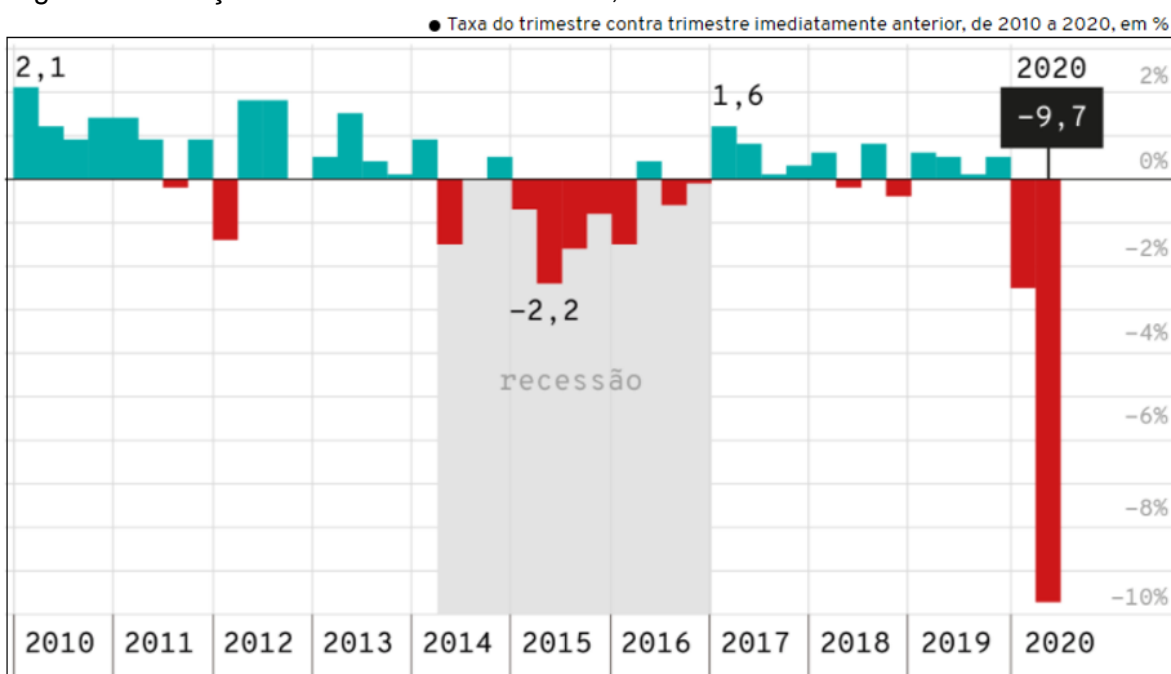
Como já dito anteriormente, após a crise de 2008 muitos governos passaram a adotar uma política de *quantitative easing* (QE), que é uma forma de incentivar o crédito pelos bancos, adotando medidas de forte expansão monetária e diminuição da taxa de juros e de outras formas, com intuito de fomentar a economia. O QE gerou um movimento de grande crescimento e valorização das bolsas globais por duas razões. A primeira se deve a queda nas taxas de juros dos países centrais provocando um movimento de migração para a renda variável, na medida em que os ativos de renda fixa praticamente não possuem mais rentabilidade. A segunda é que parte significativa do aumento da liquidez que tinha o objetivo de incentivar a retomada do crescimento econômica é desviado para a especulação no mercado de capitais, dentro da lógica de

crecente financeirização da economia. A Figura 1 mostra como as várias etapas de evolução da política de QE nos EUA se refletiram diretamente no processo de crescimento da bolsa de Nova York.

O QE consiste em incentivar o crédito, deixando as taxas de juros muito baixas, se mesmo com essa redução da taxa os bancos ainda não cumprirem com o objetivo do governo, então ele primeiramente injetam dinheiro na economia com a compra de ativos de alto risco como hipotecas e empréstimos arriscados, fazendo o banco reduzir seu risco de inadimplência, ou seja, ocorre um seguro para os bancos. Para impedir que o banco compre títulos e recebam *yield* com o dinheiro, o banco central também os compra aumentando a demanda e fazendo o preço aumentar mas os *yields* caírem, tornando os títulos não vantajosos para os bancos.

O QE afeta também a economia dos países emergentes, com o Brasil, que passam a receber fluxos crescentes de capital externo promovendo uma apreciação da moeda nacional, formação de bolhas de ativos e crescentes desequilíbrios financeiros (ALMEIDA et al, 2018).

Figura 2 - Variação trimestral do PIB brasileiro, 2010-2020

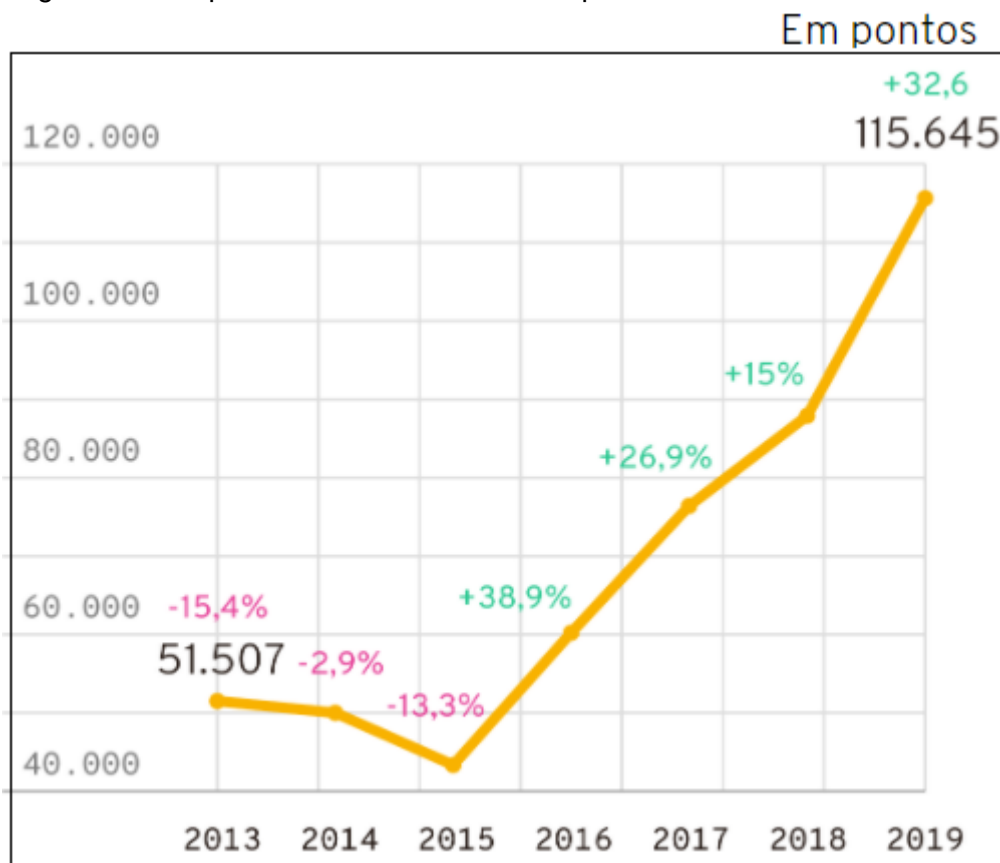


Fonte: IBGE. Retirado de Gazeta do Povo (2020)

Esse movimento promove um crescente descolamento entre o crescimento da economia real no Brasil e o comportamento da bolsa de valores no país. Entre 2011 e o início de 2014 apesar do ritmo de crescimento muito baixo do PIB, que pode ser visto da Figura 2, a bolsa brasileira mantém um movimento de queda relativamente leve, mas com elevada instabilidade. Uma queda mais abrupta vai ocorrer a partir do início da recessão no segundo semestre de 2014, mas o grau do recuo não parece compatível com a gravidade da recessão, uma das maiores já registradas na história econômica brasileira (Gráfico 1 e Figura 2).

O descolamento mais claro, entretanto, vai se verificar a partir de 2015, quando ainda no final da recessão, acompanhada de um crescimento muito baixo nos anos seguintes com a expansão do PIB, - que se mantém numa média de 1% ao ano -, o Índice Bovespa entra em uma trajetória de forte crescimento que se manteve até seu pico entre dezembro de 2019 e janeiro de 2020 (Figura 2 e Figura 3).

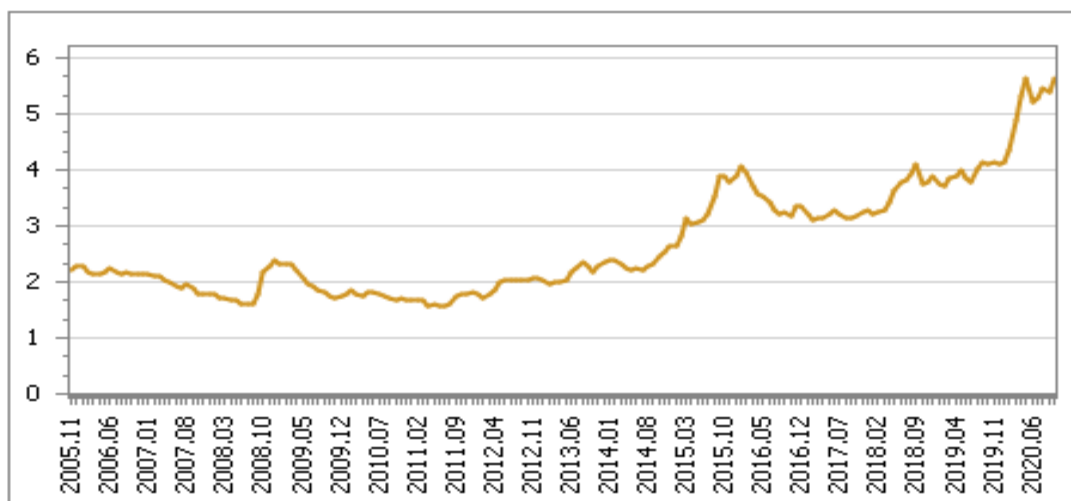
Figura 3 - Comportamento do Índice Bovespa entre 2013 e 2019



Fonte: B3. Retirado de Gazeta do Povo (2020)

Dois fatores explicam esse crescimento apesar do baixo desempenho da economia real. O primeiro é a forte entrada de capitais estrangeiros que se dirige principalmente para o mercado de capitais. Esse processo tem crescido na medida em que, apesar das entradas, avança desvalorização do real, reduzindo o preço em dólar de nossos ativos, o que atrai ainda mais recursos externos. O movimento de depreciação cambial e sua aceleração a partir de 2015 pode ser constatada pela observação do Gráfico 4.

Gráfico 4 - Taxa de câmbio nominal do Brasil de 11/2005 a 06/2020 (reais por um dólar)



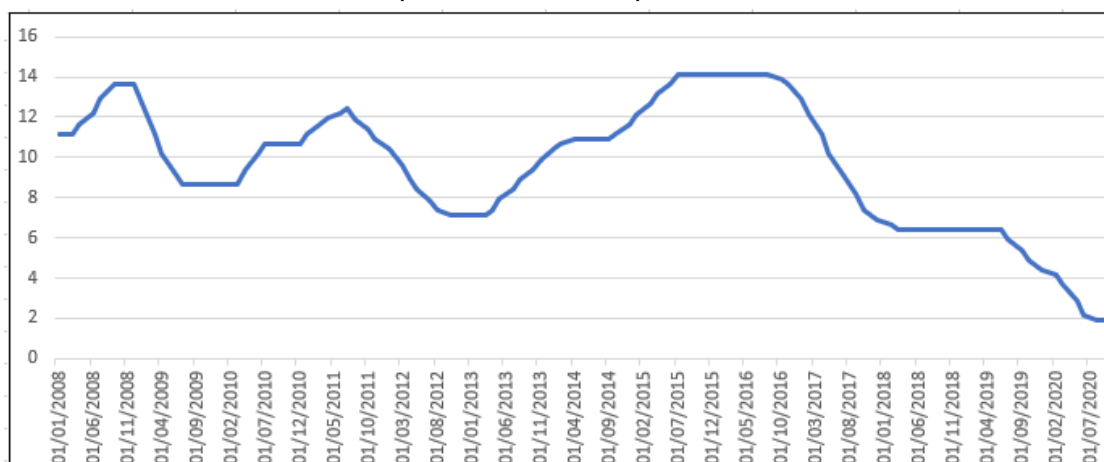
Fonte: IPEADTA. Elaboração própria.

O segundo é o movimento de queda das taxas de juros no país, a partir de 2016, na tentativa de recuperar o crescimento. Como pode ser apreciado no Gráfico 5, a SELIC segue uma trajetória de forte queda até 2018, caindo ainda mais a partir de setembro de 2019. A redução dos rendimentos da renda fixa provocados pela queda na taxa de juros estimula a migração de investidores para a renda variável. Além disso ela provoca uma valorização das ações. O modelo de Williams explica que o fato de o valor da ação subir em relação a queda da taxa de juros, devido ao dividendo esperado sendo a equação dada por:  $V(\text{Ação}) = \text{Dividendo esperado} / \text{taxa de juros}$ , ou seja, a empresa consegue



um maior lucro e conseqüentemente distribui maiores dividendos, atraindo investidores e assim maiores valores.

Gráfico 5- Taxa Selic por reunião do Copom de 01/01/2008 a 01/07/2020



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A redução dos rendimentos na renda fixa provocados pela queda na taxa de juros, somada aos efeitos da própria valorização que já tinha se iniciado na bolsa, provoca um forte aumento do volume de investidores brasileiros em renda variável. O próprio perfil dos investidores sofre uma alteração, com um crescimento nunca visto do número de CPFs credenciados na B3, grande parte deles constituída por pequenos investidores que tradicionalmente não investiam na bolsa brasileira.

Ademais da queda na taxa de juros, a crescente facilidade de aplicação por meio das plataformas digitais e o surgimento de grande número de influenciadores na internet focados no tema, contribuiu para a vinda de grande número de novos investidores pessoa física para o mercado. O número de CPFs registrados, que permaneceu estagnado entre 2011 e 2016, em cerca de 0,5 milhão, saltou em 2019 para 1,4 milhão. Em maio de 2020 esse número atingiu 2,4 milhões. Essa grande quantidade de novos CPFs são outro fator fundamental para o entendimento das diferenças de movimento entre a crise de 2008 e a de 2020 (DIÁRIO DO COMÉRCIO, 2020)

O pico de valorização das ações já estava gerando um grande debate entre economistas e especialistas do mercado, que discutiam se estava se caracterizando uma bolha especulativa naquele momento. O debate, entretanto,

foi inconclusivo com o mesmo número de opiniões favoráveis de contrários à tese. Concretamente, a forte queda a partir de março de 2020 não teve qualquer relação com uma eventual existência de bolha especulativa, como foi o caso de 2008, mas sim com os efeitos da pandemia.

Gráfico 6 - Volatilidade do Índice Bovespa entre dezembro de 2019 e outubro de 2020



Fonte: Retirado de Br.trading view(2020)

O fato mais surpreendente na crise da bolsa em 2020 foi o imediato processo de retomada no valor das ações logo após a queda em março, como pode ser observada em detalhe no Gráfico 6. A retomada começa a se verificar ainda no auge da crise da economia real. Segundo analistas das corretoras de valores, como Luis Felipe Amaral, sócio gestor da Equitas, o mercado se recuperou rapidamente daquele patamar muito deprimido porque tinha antecipado um cenário mais catastrófico do que o que realmente havia se configurado (ÉPOCA GLOBO, 2020).

Na mesma linha, outros analistas, a exemplo de Fernando Lovisotto, diretor de investimentos da Vinci Partners, argumentam que entre as razões que levaram os investidores a acreditar que as ações tinham caído demais está a percepção de que o futuro, aqui e no exterior, não será tão crítica a situação como se esperava em um primeiro momento. Para outros, como Carlos Sequeira do BTG Pactual, esta crise, ao contrário de outras, gera em muitos uma expectativa de que terá um limite de tempo definido, ou seja, que a crise é causada por um vírus e que assim que for descoberto um tratamento ou vacina a economia vai se recuperar rápido.

Fatos mais concretos, entretanto, parecem ter sido a intensificação da queda na taxa de juros no país e a os efeitos da recuperação das bolsas globais, provocada pela brutal injeção de liquidez com a radicalização ainda maior do QE nos países centrais, sobre as expectativas dos investimentos brasileiros. A taxa da SELIC caiu de em torno de 6% em setembro 2019, para a faixa de 2% em julho de 2020. Como já foi dito, o número de CPFs cadastrados na B3, que já havia triplicado entre 2016 e 2019, cresceu em mais um milhão de investidores até maio de 2020, atingindo um número quatro vezes maior do que havia em 2008. A forte valorização das ações das empresas que ganharam com a pandemia, como as plataformas de varejo on-line também contribuiu para a retomada.

Assim, os fatos estruturais que já se manifestavam no descolamento entre a economia real e o comportamento do mercado de capitais no Brasil nos anos anteriores à crise, como o QE, e seus impactos no câmbio e nas taxas de juros do país, se aprofundaram e se mesclaram aos desdobramentos conjunturais.

Outras duas diferenças importantes entre os efeitos na bolsa brasileira nas duas crises são o volume de saída de capitais externos e a volatilidade nos preços das ações no momento da retomada. Em ambos os indicadores, a intensidade tem sido muito maior em 2020 do que foi em 2008.

Enquanto o saldo negativo de investimentos externos na bolsa brasileira foi de cerca de US\$ 6 bilhões, até outubro de 2020 a saída líquida de capitais já havia ultrapassado a US\$ 64 bilhões no Brasil, um valor mais de 6 vezes superior ao de 2008. Movimento que tem sido compensado pelo grande crescimento do volume de investimentos nacionais. As saídas são normais nos períodos de crise, quando o capital estrangeiro busca investimentos mais seguros como os títulos da dívida americana, mas esse volume é um reflexo do QE nas bolsas globais. Além do volume, chama a atenção as várias inversões sobre a tendência de mais entradas ou mais saídas, provocando uma forte volatilidade no preço das ações.

A comparação entre os gráficos 3 e 6 permite ver a diferença nos graus de volatilidade do preço das ações nas duas crises, expressos nas oscilações do Índice Bovespa. O comprimento das pequenas linhas verticais que compõem os gráficos são indicadores dessa volatilidade. Pode-se observar que elas são

expressivamente maiores do gráfico 6, que detalha a crise de 2020. Além das constantes inversões nos fluxos de capitais externos no curto prazo, a grande incerteza que permanece quanto a duração da crise, assim como sobre o cenário pós-crise, tem sido um causador de grande instabilidade nos mercados.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa monografia se propôs a analisar a diferença entre o efeito das crises de 2008 e 2020 sobre o comportamento da bolsa de valores no Brasil. O trabalho inicialmente evidenciou os aspectos teóricos da bolsa vista em suas diferentes óticas para a economia. O primeiro da bolsa como instrumento de financiamento das empresas e, o segundo, como alternativa de valorização para investimentos financeiros. Mostrou, ainda, que não existe padrão ideal para os sistemas financeiros nacionais, que dependem da trajetória histórica e institucional de cada país.

Em seguida discutiu-se as diferenças entre as duas crises e suas consequências no Brasil, destacando especialmente o fato da primeira ser uma crise de origem econômica e que teve início na própria explosão de uma bolha especulativa no mercado de capitais, produzindo uma crise na economia real. Enquanto a segunda foi originada por um fator externo à economia, a pandemia, afetando simultaneamente a economia real e as bolsas de valores.

Esse entendimento mais geral sobre as crises permitiu avançar para o objetivo geral do trabalho, que era revelar e analisar as principais diferenças dos impactos das referidas crises na bolsa de valores brasileira. Com os dados apresentados foi possível evidenciar que as principais diferenças entre as duas crises foram, em primeiro lugar, que enquanto a primeira durou praticamente todo o tempo em que permaneceu a crise na economia real, com a recuperação mais lenta acompanhando a retomada do PIB, a segunda teve uma rápida recuperação ainda em plena crise da economia real.

Outra distinção importante se refere ao peso muito maior das saídas de capitais externos e o crescimento da participação dos investidores locais, assim como a mudança em seu perfil, com expansão dos pequenos e médios investidores privados, na crise de 2020 em relação à de 2008.

E, ainda, o grau de volatilidade muito maior no comportamento do mercado de capitais em 2020 vis-à-vis 2008. É preciso registrar, também, que apesar de já ter se recuperado em parte, os desdobramentos na bolsa da crise

de 2020 ainda estão em andamento e continuam pairando grandes dúvidas sobre eles.

Por fim, sem descartar a opinião de analistas que consideram que a rápida recuperação das bolsas em 2020 está relacionada a mudanças na avaliação inicial dos investidores quanto a profundidade da crise, bem como à aposta na recuperação dos preços das ações tão logo a crise sanitária, que é datada, chegue ao fim, a pesquisa apontou para a existência de causas estruturais que não podem ser desprezadas.

Essas estão ligadas ao agravamento da instabilidade financeira sistêmica em decorrência da globalização financeira e a financeirização da economia que a tem acompanhado. As políticas de QE cada vez mais agressivas dos bancos centrais dos países centrais, com o objetivo de sustentar o crescimento da economia real, têm gerado uma super liquidez que vaza em grande parte para os mercados de capitais, provocando uma expansão artificial em seu movimento e nos preços dos ativos. Esse processo tem um forte impacto nas economias periféricas emergentes como a brasileira, sustentando um descolamento entre a valorização dos ativos no mercado financeiro e o andamento da economia real.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, H. J.A et al. A política de *quantitative easing* adotada pelo FED altera a volatilidade dos ativos no Brasil? *Revista Análise Econômica*. v. 36, n. 69, UFRS, Porto Alegre, 2018.

BALIEIRO F. O mundo depois da crise de 2008. *Época Negócios*, São Paulo, 2 fev 2013

BATISTA H. Por que a bolsa de valores avança mesmo com crise causada por coronavírus. *Época Negócios*, São Paulo, 5 julho 2020.

GAZETA DO POVO. PIB do Brasil em 2020: histórico e evolução em gráficos. Disponível em < <https://infograficos.gazetadopovo.com.br/economia/pib-do-brasil/> . Acesso em 20/10/2020.

GEROMINI F. Uma avaliação da crise internacional de 2008 sobre o mercado acionario brasileiro, 1999. 30f. Monografia (Graduação em Economia) Universidade Federal de Santa Catarina. Santa Catarina, Florianópolis.

GOWAN, P. Crise no centro. Consequências do novo sistema de Wall Street. *Estudos Avançados*, vol.23 no.65, São Paulo, 2009.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *Em 2008, PIB cresceu 5,1% e chegou a R\$ 2,9 trilhões*. Agência de Notícias IBGE. Disponível em <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/13621-asi-em-2008-pib-cresceu-51-e-chegou-a-r-29-trilhoes>> . Acesso em 10/10/2020.

PAULA, L. F. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. *Estudos Econômicos*, São Paulo, vol. 43, n.2, p. 363-396, abr.-jun. 2013.

PINHEIRO J. Qual a história da bolsa de valores. As antigas negociações entre comerciantes. 19 outubro 2019. Disponível em <https://julianopinheiro.com/historia-da-bolsa-de-valores/#:~:text=Foi%20constitu%C3%ADda%20por%20meio%20de,de%20Valores%20a%20n%C3%ADvel%20mundial>. Acesso em 10/10/2020

RAIMUNDO , L. C. Alemanha: mitos, fatos e desafios para o século XXI. *Textos para discussão* n.1413, IPEA, Rio de Janeiro, julho de 2009.

TORRES FILHO, E. T.; COSTA, F.N. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. *Textos para discussão* n.11843, IPEA, Rio de Janeiro, junho de 2013.

CERBASI GUSTAVO. ANALISE TECNICA X ANALISE FUNDAMENTALISTA. BTG PACTUAL, São Paulo, 12 Agosto 2020. Disponível em [https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-gustavo-cerbasi/analise-tecnica-ou-fundamentalista/amp?cmpid=c04:m05:google:10091078072:b:101087369933&utm\\_medium=spl&utm\\_source=google&utm\\_campaign=10091078072&utm\\_content=101087369933&creative=436099160601&adposition=&keyword=&matchtype=b&targetid=dsa-411663799629&device=c&feeditemid=&loc\\_interest\\_ms=&loc\\_physical\\_ms=10](https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-gustavo-cerbasi/analise-tecnica-ou-fundamentalista/amp?cmpid=c04:m05:google:10091078072:b:101087369933&utm_medium=spl&utm_source=google&utm_campaign=10091078072&utm_content=101087369933&creative=436099160601&adposition=&keyword=&matchtype=b&targetid=dsa-411663799629&device=c&feeditemid=&loc_interest_ms=&loc_physical_ms=10)

[01552&placement=&s\\_kwcid=AL!9288!3!436099160601!b!!q!!&qclid=Cj0KCQiAhs79BRD0ARIsAC6XpaWW0x2gPi7KCpaLjdL1grNFIt0DF7oYhxRZDm0QOIlxamFlbgtCGJgaAvAAEALw\\_wcB](https://www.globo.com/Noticias/Economia/Negocios/0,,MUL959112-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+LEVA+A+LONA+EMPRESAS+TRADICIONAIS.html). Acesso em 08/11/2020

NAIME LAURA. CRISE FINANCEIRA LEVA A LONA EMPRESAS TRADICIONAIS. GLOBO. 18 JAN 2019, Disponível em [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL959112-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+LEVA+A+LONA+EMPRESAS+TRADICIONAIS.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia/Negocios/0,,MUL959112-9356,00-CRISE+FINANCEIRA+LEVA+A+LONA+EMPRESAS+TRADICIONAIS.html), Acesso em 15/11/2020

ROQUE LEANDRO. COMO OCORREU A CRISE FINANCEIRA AMERICANA. MISES BRASIL. 17 Agosto 2018. Disponível em <https://www.mises.org.br/article/1696/como-ocorreu-a-crise-financeira-americana>, Acesso em 16/10/2020

GEROMINI FLAVIO LUIZ. Uma avaliação da crise internacional de 2008 sobre o mercado acionário brasileiro. 79P. Monografia – Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2009.



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS**  
**ESCOLA DE GESTÃO E NEGÓCIOS**  
**CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**MONOGRAFIAII: ACEITE DO ORIENTADOR**

Goiânia, 30 de novembro de 2020.

**ALUNO: MURILO FERNANDES DE MELO DANTAS**  
**MATRÍCULA: 2017.1.0021.0079-1**

**ORIENTADOR: SERGIO DUARTE DE CASTRO**

**TEMA: COMPORTAMENTO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL DIANTE DAS CRISES GLOBAIS DE 2008 E 2020**

**À COORDENAÇÃO DO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

Havendo acompanhado a elaboração da monografia II, com o Tema acima mencionado e tendo examinado a versão final, considero satisfatório o trabalho monográfico e julgo por bem encaminhá-lo à *Banca Examinadora*.

Orientei o (a) aluno (a) Murilo Fernandes de Melo Dantas, para que incluía este *ACEITE* no exemplar final a ser enviado à Coordenação do Curso de Ciências Econômicas, no formato digital, conforme normas da ABNT, para realização de Trabalhos de Final de Cursos.

O exemplar definitivo deverá conter na capa, os dizeres da folha de rosto e, na lombada, o título da monografia e o último sobrenome do autor.

Caso não sejam cumpridas essas e outras exigências institucionais, solicito que a Coordenação do Curso de Ciências Econômicas/Coordenação de Monografia notifique o (a) aluno(a) que a nota atribuída à Monografia não será considerada até que satisfaça essas determinações e não poderá colar grau até que as cumpram inteiramente.

Atenciosamente,



---

*Sérgio Duarte de Castro*

## ANEXO I

## APÊNDICE ao TCC

## Termo de autorização de publicação de produção acadêmica

O(A) estudante Murilo Fernandes de Melo Lamas  
do Curso de Ciências Econômicas, matrícula 2017.1.0021.0079-1,  
telefone: (62) 999272101 e-mail murilomelodantas@gmail.com, na  
qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei nº 9.610/98 (Lei dos  
Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a  
disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado  
Comportamento da Bolsa de Valores no Brasil diante das  
crises globais de 2008 e 2020,  
gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme  
permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato  
especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SND);  
Vídeo (MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou  
impressão pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de  
graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 14 de dezembro de 2020.

Assinatura do(s) autor(es): Murilo Lamas

Nome completo do autor: Murilo Fernandes de Melo Lamas

Assinatura do professor-orientador: Sj.

Nome completo do professor-orientador: **SERGIO DUARTE DE CASTRO**