

Mercados Financeiros Emoção e Razão

EMANUEL LEÃO
RICARDO BARRADAS

EDIÇÕES SÍLABO

É expressamente proibido reproduzir, no todo ou em parte, sob qualquer forma ou meio gráfico, eletrónico ou mecânico, inclusive fotocópia, este livro. As transgressões serão passíveis das penalizações previstas na legislação em vigor. Não participe ou encoraje a pirataria eletrónica de materiais protegidos. O seu apoio aos direitos dos autores será apreciado.

Visite a Sílabo na rede
www.silabo.pt

FICHA TÉCNICA:

Título: Mercados Financeiros – Emoção e Razão

Autores: Emanuel Leão, Ricardo Barradas

© Edições Sílabo, Lda.

Capa: Pedro Mota

1ª Edição – Lisboa, setembro de 2023

Impressão e acabamentos: Europress, Lda.

Depósito Legal: 519491/23

ISBN: 978-989-561-330-4



EDIÇÕES SÍLABO, Lda.

Publicamos conhecimento

Editor: Manuel Robalo

R. Cidade de Manchester, 2

1170-100 Lisboa

Tel.: 218130345

e-mail: silabo@silabo.pt

www.silabo.pt

Índice

Lista de acrónimos e símbolos	9
Introdução	15

PARTE 1

Emoção nos mercados financeiros

Capítulo 1 – Mercados acionistas	19
1.1. Correções no mercado acionista	21
1.2. Mercados acionistas mundiais	22
1.2.1. Comportamento da economia dos EUA e dos lucros e dividendos das empresas norte-americanas e a evolução do índice acionista S&P 500	24
1.2.2. A evolução do índice acionista S&P 500 influencia o comportamento dos índices acionistas de quase todos os países do mundo	34
1.2.3. Forças que ampliaram os movimentos de subida do índice acionista S&P 500 nos mercados emergentes entre 2002 e 2007	43
1.2.4. Forças que ampliam os movimentos de queda do índice acionista S&P 500 nos mercados emergentes a partir do final de 2007	45
1.2.5. Dissociação (<i>decoupling</i>) nos mercados acionistas mundiais	45
1.3. Anexo – Crise do <i>subprime</i> e crise das dívidas soberanas	50

Capítulo 2 – Mercados obrigacionistas	53
2.1. Bilhetes do tesouro	53
2.2. Obrigações do tesouro	55
2.3. Mercados obrigacionistas mundiais	57
2.3.1. Mercado de obrigações do tesouro dos EUA	59
2.3.2. Mercado de obrigações do tesouro da Alemanha	62
2.3.3. Mercado de obrigações do tesouro da Itália, Espanha, Grécia e Portugal	65
2.4. Anexo – Dívida pública: risco de incumprimento	69
Capítulo 3 – Construção de uma carteira de títulos – Algumas orientações práticas	73
3.1. O ponto de vista dos investidores	74
3.2. O ponto de vista dos emissores de títulos	77
Capítulo 4 – Mercados cambiais	79
4.1. Taxa de câmbio euro-dólar	80
4.1.1. Apreciação do dólar contra o euro entre janeiro de 1999 e outubro de 2000	81
4.1.2. Depreciação do dólar contra o euro entre março de 2002 e o início de 2005	82
4.1.3. Recuperação do dólar em 2005	83
4.1.4. Forte depreciação do dólar entre o início de 2006 e setembro de 2008	83
4.1.5. Apreciação fortíssima do dólar em finais de 2008	84
4.1.6. Oscilação da cotação do dólar face ao euro entre finais de 2008 e meados de 2014	85
4.1.7. Forte apreciação do dólar contra o euro a partir de meados de 2014	85
4.1.8. Recuo do dólar em 2017	86
4.1.9. Recuperação do dólar em 2018	86

Capítulo 5 – A especulação nos mercados financeiros	87
5.1. A especulação nos mercados financeiros	87
5.1.1. A especulação nos mercados obrigacionistas	89
5.1.2. A especulação nos mercados acionistas	89
5.1.3. A especulação nos mercados cambiais	92

PARTE 2

Razão nos mercados financeiros

Capítulo 6 – Fundamentos de cálculo financeiro	99
6.1. Ativos	99
6.2. Progressões geométricas	100
6.3. O valor atual de um ativo	101
6.4. Fórmulas mais complexas	104
6.4.1. Anuidade crescente	105
6.4.2. Anuidade constante	110
6.4.3. Perpetuidade crescente	113
6.4.4. Perpetuidade constante	119
6.5. Exemplos complexos	126
Capítulo 7 – Princípios gerais de valorização de ativos	139
7.1. O valor fundamental de um título	139
7.1.1. Elaboração de uma estimativa do fluxo de rendimentos futuro que o título irá gerar	140
7.1.2. Cálculo da taxa de remuneração anual média	141
7.1.3. Obtenção do valor fundamental do título	152
7.2. Anexo	153
Capítulo 8 – Valor fundamental dos bilhetes do tesouro	155

Capítulo 9 – Valor fundamental das obrigações do tesouro	167
9.1. Obrigações do tesouro com prazo para o vencimento inferior a 1 ano	168
9.2. Obrigações do tesouro com prazo para o vencimento superior a 1 ano	174
Capítulo 10 – Valor fundamental das obrigações emitidas por empresas privadas	185
Capítulo 11 – Valor fundamental das ações	195
11.1. Enquadramento teórico do modelo CAPM (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)	201
11.2. Aplicações práticas do modelo CAPM (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)	203
11.3. Problema da sensibilidade ao dividendo inicial	225
11.4. Anexos	227
11.4.1. Volatilidade das ações	227
11.4.2. Interpretação do modelo CAPM (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)	231
11.4.3. Estimação de betas	235
Capítulo 12 – <i>Price-to-earnings ratio</i> (PER)	241
Capítulo 13 – Taxa de câmbio bilateral entre duas moedas – Referências sobre o valor tendencial de médio-longo prazo	253
12.1. A Teoria da Paridade dos Poderes de Compra	256

Lista de acrónimos e símbolos

<i>ACO</i>	Anuidade constante
<i>ACR</i>	Anuidade crescente
<i>AUD</i>	Dólar australiano
<i>BCE</i>	Banco Central Europeu
<i>BRIC</i>	Brasil, Rússia, Índia e China
<i>BT</i>	Bilhete do Tesouro
<i>C</i>	Valor do rendimento gerado por um determinado ativo num determinado momento
C_T	Valor do rendimento gerado por um determinado ativo no momento T
<i>CAPM</i>	<i>Capital asset price model</i>
<i>CHF</i>	Franco suíço
$\text{Corr}(X, Y)$	Coefficiente de correlação linear entre as variáveis X e Y
$\text{COV}(R^M, R^{A,i})$	Covariância entre a taxa de remuneração anual da carteira de mercado e a taxa de remuneração anual das ações da empresa i
$\text{COV}(X, Y)$	Covariância entre as variáveis X e Y
<i>CZK</i>	Coroa checa
DIV_1^i	Dividendo que a empresa i distribui aos acionistas no momento 1
DIV_T^M	Dividendos que as empresas que constituem o índice acionista representativo do mercado distribuem no momento T
<i>DKK</i>	Coroa dinamarquesa
$\frac{D}{E}$	Rácio entre o passivo financeiro e os capitais próprios de uma determinada empresa
<i>E</i>	Taxa de câmbio USDEUR (euros por cada dólar norte-americano)
<i>EBITDA</i>	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i> (resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações)

<i>EUA</i>	Estados Unidos da América
<i>EUR</i>	Euro
<i>FAANG</i>	Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google (atualmente Alphabet)
<i>FED</i>	Reserva Federal norte-americana (banco central dos EUA)
<i>g</i>	Taxa de crescimento do rendimento de um determinado ativo
<i>GBP</i>	Libra esterlina
<i>HKD</i>	Dólar de Hong Kong
<i>HUF</i>	Florim húngaro
IP_{dom}^T	Índice de preços dos bens transacionáveis no país doméstico
IP_{for}^T	Índice de preços dos bens transacionáveis no país estrangeiro
<i>ISK</i>	Coroa islandesa
<i>JPY</i>	Yene japonês
<i>k</i>	Média histórica do PER de uma determinada empresa
<i>KRW</i>	Won sul-coreano
<i>MMI</i>	Mercado Monetário Interbancário
<i>NINJA</i>	<i>No income, no job e no assets</i> (sem rendimentos, sem trabalho e sem garantias)
<i>NOK</i>	Coroa norueguesa
<i>NZD</i>	Dólar neozelandês
<i>OEP</i>	Obrigação emitida por uma empresa privada
<i>OT</i>	Obrigação do Tesouro
<i>P</i>	Preço (cotação) de cada ação de uma determinada empresa
$P_0^{A,i}$	Preço pelo qual o investidor compra a ação no momento 0
$P_1^{A,i}$	Preço pelo qual o investidor vende no momento 1 a ação que comprou no momento 0
P_0^{BT}	Preço de cada BT no momento 0
P_T^M	Valor do índice acionista representativo do mercado no momento <i>T</i>
P_0^{OEP}	Preço de cada OEP ano no momento 0
P_0^{OT}	Preço de cada OT ano no momento 0
$P_{dom}^{T,j}$	Preço de um determinado bem transacionável <i>j</i> no país doméstico
$P_{for}^{T,j}$	Preço de um determinado bem transacionável <i>j</i> no país estrangeiro

PC	Papel comercial
PCO	Perpetuidade constante
PCR	Perpetuidade Crescente
PER	<i>Price-to-earnings ratio</i>
PER_0^i	<i>Price-to-earnings ratio</i> de uma determinada empresa i num determinado momento 0
PIB	Produto Interno Bruto
PLN	Zloti polaco
PPP	<i>Purchase power parity</i> (paridade dos poderes de compra)
PPV	Prazo para o vencimento
PRL	Prémio de risco e liquidez
$PRL^{A,i}$	Prémio de risco e liquidez que o investidor exige para estar disposto a comprar ações da empresa i
R	Taxa de juro
$R^{A,i}$	Taxa de remuneração anual das ações da empresa i
$\bar{R}^{A,i}$	Taxa de remuneração anual média das ações da empresa i
R^e	Taxa de juro esperada
R^f	Taxa de remuneração do ativo sem risco (<i>risk free asset</i>)
R^M	Taxa de remuneração da carteira de mercado (conjunto de todas as ações transacionadas em bolsa)
\bar{R}^M	Taxa de remuneração anual média da carteira de mercado (conjunto de todas as ações transacionadas em bolsa)
R^{repo}	Taxa de juro <i>repo</i> do Banco Central
$R_{t,(t+1)}$	Taxa de juro entre o momento t e o momento $(t + 1)$
$R_{t,(t+1)}^e$	Taxa de juro esperada entre o momento t e o momento $(t + 1)$
$R_{1\text{ano}}^{BT}$	Taxa de juro dos BT a um ano (taxa de remuneração anual dos BT a um ano)
$R_{1\text{ano}}^{MMI}$	Taxa de juro dos empréstimos por um ano realizados no MMI
$R_{o/n}^{MMI}$	Taxa de juro dos empréstimos <i>overnight</i> realizados no MMI
$R_{1\text{ano}}^{OEP}$	Taxa de juro das OEP com prazo para o vencimento igual um ano (taxa de remuneração anual das OEP com prazo para o vencimento igual um ano)

$R_{2 \text{ anos}}^{OEP}$	Taxa de juro das OEP com prazo para o vencimento igual a dois anos (taxa de remuneração anual das OEP com prazo para o vencimento igual a dois anos)
$R_{1 \text{ ano}}^{OT}$	Taxa de juro das OT com prazo para o vencimento igual um ano (taxa de remuneração anual das OT com prazo para o vencimento igual um ano)
$R_{2 \text{ anos}}^{OT}$	Taxa de juro das OT com prazo para o vencimento igual a dois anos (taxa de remuneração anual das OT com prazo para o vencimento igual a dois anos)
$R_{10 \text{ anos}}^{OT}$	Taxa de juro das OT com prazo para o vencimento igual a dez anos (taxa de remuneração anual das OT com prazo para o vencimento igual a dez anos)
RA	Resultados anuais por ação de uma determinada empresa
REH	<i>Rational expectations hypothesis</i> (hipótese de expectativas racionais)
S_n	Soma dos primeiros n termos de uma progressão geométrica
SEK	Coroa sueca
SGD	Dólar singapuriano
$S\&P$	Standard & Poors
t	Taxa de imposto
T	Número de rendimentos da anuidade
TI	Termo isolado
USD	Dólar norte-americano
VA	Valor Atual
VA_0^{ACO}	Valor atual da anuidade constante cujo primeiro rendimento ocorre um período depois do momento 0
VA_0^{ACR}	Valor atual da anuidade crescente cujo primeiro rendimento ocorre um período depois do momento 0
VA_0^K	Valor atual do ativo K
VA_0^{PCO}	Valor atual da perpetuidade constante cujo primeiro rendimento ocorre um período depois do momento 0
VA_0^{PCR}	Valor atual da perpetuidade crescente cujo primeiro rendimento ocorre um período depois do momento 0
ZAR	Rand sul-africano
β^L	Beta <i>leveraged</i> (beta alavancado)

β^U	Beta <i>unleveraged</i> (beta desalavancado)
σ_X	Desvio padrão da variável X
$\frac{\Delta X}{X}$	Taxa de variação (crescimento) da variável X

Introdução

O preço de um determinado título na bolsa de valores é determinado pelas forças da procura e da oferta desse título. Diariamente, estas forças da procura e da oferta resultam de uma mistura de motivações racionais e irracionais. Em determinadas ocasiões, a pressão das motivações irracionais torna-se mais forte do que a das motivações racionais (por exemplo, existem situações em que o pânico se sobrepõe à racionalidade; noutros dias, gera-se um excessivo otimismo e a ganância domina o comportamento dos investidores). Do que acabou de ser dito, conclui-se que preço de uma ação ou de uma obrigação no mercado bolsista incorpora uma mistura de elementos racionais e de elementos irracionais.

No entanto, independentemente das circunstâncias específicas de cada momento, os investidores procuram sempre responder à seguinte questão: «Qual deverá ser o preço de uma ação ou de uma obrigação se apenas fossem tidos em conta elementos racionais?». O preço de uma ação ou de uma obrigação que tem um fundamento estritamente racional designa-se pelo valor fundamental dessa ação ou dessa obrigação.

Na Parte 1 deste livro iremos procurar explicar, de uma forma intuitiva, as forças que fazem mover os mercados acionistas, os mercados obrigacionistas e os mercados cambiais. As especificidades de cada um destes mercados serão enfatizadas em três capítulos diferentes. Teremos, adicionalmente, um capítulo totalmente dedicado ao fenómeno da especulação financeira – com aplicações ao mercado acionista, ao mercado obrigacionista e ao mercado cambial.

Na Parte 2 do livro, mais técnica, iremos focar a nossa atenção na valorização de dois tipos de títulos: ações e obrigações. Para estimar o valor fundamental das ações e das obrigações, iremos utilizar um método que se aplica no caso destes dois tipos de ativos financeiros. Apesar de não o fazermos neste livro, os princípios de valorização de ativos que serão utilizados também podem ser usados para a valorização de outro tipo de ativos como, por exemplo, ativos do mercado imobiliário. Estes princípios só não se aplicam à valorização de produtos financeiros derivados (futuros, *forwards*, *swaps*, opções, entre outros). A Parte 2 deste livro inclui ainda um capítulo sobre o *price-to-earnings ratio* e termina com um curto capítulo sobre as principais

referências a ter em conta quando se pretende formar uma ideia sobre a tendência de médio-longo prazo da taxa de câmbio bilateral entre duas moedas concretas.

Por simplicidade, ao longo deste livro iremos utilizar a designação de «título» para nos referirmos a uma ação ou a uma obrigação. Na verdade, o termo «título» pode incluir outros tipos de ativos.

PARTE 1

Emoção nos mercados financeiros

Capítulo 1

Mercados acionistas

Neste capítulo pretende-se explicar, de uma forma intuitiva, as forças que fazem mover os mercados acionistas.

Prever o comportamento das bolsas no curto-prazo, isto é, no dia a dia, é impossível. Por exemplo, não é possível prever o que vai acontecer amanhã nas bolsas porque a qualquer momento pode surgir nova informação que faz o mercado mudar de rumo. Na verdade, hoje não conseguimos identificar toda a informação que poderá ser divulgada amanhã e que poderá afetar o comportamento dos mercados acionistas. Para além disso, também não conseguimos prever qual será a reação e a interpretação da generalidade dos investidores a essa nova informação. Isto acontece porque o comportamento de grupo é mais complexo do que o comportamento individual e os mercados financeiros movem-se sobretudo em função dos comportamentos gerais dos investidores porque «o julgamento da maioria é válido». É isto que justifica muitas vezes a existência de comportamentos do tipo rebanho (*herding behaviour*) nos mercados financeiros. De facto, quando as cotações estão a descer, intuitivamente muitos investidores tendem a comprar menos ações. Por outro lado, muitos vendem. Logo, as cotações caem. De igual modo, quando as cotações estão a subir, intuitivamente muitos investidores tendem a comprar mais ações. Por isso, as cotações sobem.

Toda a informação que é divulgada poderá afetar a procura e/ou a oferta de ações no mercado, o que tenderá a provocar uma alteração na cotação dos títulos. Um aumento da procura e/ou uma diminuição da oferta de ações tenderá a provocar um aumento da respetiva cotação no mercado, enquanto que uma diminuição da procura e/ou um aumento da oferta tenderá a contribuir para uma diminuição da cotação das ações.

No curto-prazo, a cotação das ações tende frequentemente a afastar-se do seu valor fundamental,¹ essencialmente devido a três razões diferentes. Em primeiro lugar, não é fácil determinar o valor fundamental de uma ação porque isso envolve efetuar uma estimativa dos lucros que a empresa terá ao longo do tempo e dos dividendos futuros que a empresa distribuirá no futuro. Como tal, não é de excluir a existência de erros e desvios neste exercício de previsão e a existência de diferentes estimativas para o valor fundamental efetuadas por diferentes investidores. Em segundo lugar, existem investidores que atuam nas bolsas de forma irracional, muitas vezes alimentando a existência de bolhas especulativas. Em terceiro lugar, o mercado acionista está muitas vezes associado a comportamentos especulativos de compra e venda de ações para a realização de pequenos ganhos de curto-prazo, nomeadamente por parte de investidores de curto-prazo (*short-term buyers*) que utilizam uma análise mais técnica do que fundamental numa lógica de operações essencialmente diárias (*day trade*)²

No médio e longo-prazo, o comportamento das cotações das ações das empresas no mercado tende a ser conduzido por:

- **Em nível:** por estimativas do seu valor fundamental e pela indicação dada via análise do *price-to-earnings ratio* (PER)³;
- **Em taxas de crescimento:** pelas taxas de crescimento atuais e esperadas dos lucros e dos dividendos futuros de cada empresa.

(1) O valor fundamental de um título corresponde ao preço desse título com um fundamento estritamente racional, isto é traduz o valor atual do fluxo de rendimentos que esse título irá gerar no futuro. Ver na Parte II deste livro a forma de determinar o valor fundamental de um título.

(2) A análise técnica nos mercados financeiros e, em particular, no mercado acionista é baseada na análise de um conjunto de gráficos de forma a identificar tendências (ou padrões) na evolução do mercado. A definição de tendências no mercado acionista é crucial porque tende a acreditar-se que a tendência é a nossa melhor amiga (*the trend is our best friend*). Através desta análise, os investidores que atuam no mercado encaram determinados preços como sendo picos e outros como sendo fundos, entre os quais a cotação da ação tende a oscilar. O pico é considerado um preço de resistência (dificuldade do preço subir acima desse valor) e o fundo é considerado um preço de suporte (dificuldade do preço descer abaixo desse valor). Uma tendência ascendente (ou *bullish*) é expectável quando se observa uma sequência de picos e de fundos ascendentes, o que alimentará uma pressão mais compradora e, neste sentido, um aumento da cotação das ações. Uma tendência descendente (ou *bearish*) é expectável quando se observa uma sequência de picos e de fundos descendentes, o que alimentará uma pressão mais vendedora e, assim, uma diminuição da cotação das ações. A definição de tendências permite que os investidores definam preços máximos e preços mínimos que determinarão o fecho da sua posição (venda das suas ações). Quando alcançado o preço máximo, os investidores vendem as respetivas ações de forma a materializarem os seus ganhos (comportamento de *profit taking*). Quando alcançado o preço mínimo, os investidores vendem igualmente as suas ações de forma a limitarem as suas perdas (comportamento de *stop loss*).

(3) O PER traduz uma relação entre a cotação da empresa no mercado acionista num determinado momento e os resultados anuais por cada ação dessa empresa. O Capítulo 12 deste livro analisa em maior detalhe a forma como o PER pode ser usado para avaliar o valor fundamental de uma dada ação.

Isto acontece porque no médio e longo-prazo, o comportamento dos mercados acionistas tende a ser guiado por um comportamento mais racional, mais do que não seja porque vão surgindo determinadas correções nos mercados acionistas que tendem a garantir que a cotação da ação se aproxima mais do seu valor fundamental. De salientar que nos mercados acionistas também participam investidores que seguem uma lógica mais fundamental ou de médio e longo-prazo nas compras e vendas que realizam. São os chamados investidores de longo-prazo (*long-term buyers* ou *value buyers*), que acabam por investir nos mercados acionistas «como num casamento católico, isto é, para a vida toda» seguindo uma lógica de que «quem aforra para especular nunca ficará rico». Estes investidores acabam por menosprezar e contrariar os movimentos de curto-prazo porque estão focados no valor fundamental das ações no longo-prazo, acabando muitas vezes por não seguirem o comportamento de rebanho pois compram quando os outros estão a vender e vendem quando os outros estão a comprar (*buy when others are selling and sell when others are buying*). Segundo estes investidores, «devemos mesmo ter ganância quando os outros estão com medo e ter medo quando os outros estão com ganância». A atitude destes investidores perante os movimentos de curto-prazo no mercado acionista passa simplesmente por esperar para ver (*wait and see*).

1.1. Correções no mercado acionista

Diz-se que ocorreu uma correção no mercado acionista quando as cotações das ações caem 10% ou mais em relação ao pico anterior. As correções, tipicamente, tendem a inverter um período de subida excessiva no mercado acionista. Colocando fim a um certo *rally* na evolução dos índices acionistas até esse momento.

O papel das correções é fazer aproximar a cotação que as ações têm hoje na bolsa às indicações dadas pelo valor fundamental, pelo PER e pela taxa de crescimento dos lucros e dos dividendos. A ideia é que a reação à informação que vai saindo no dia a dia tende a ser excessiva porque os investidores acabam por reagir com rapidez e entusiasmo a essa informação, comprando e vendendo ações de forma muito irrefletida e irracional, na maior parte dos casos num comportamento típico de disparar primeiro e perguntar depois (*shoot first and ask questions later*). Assim, há momentos em que os investidores e os mercados param, olham para trás em perspetiva e – havendo um qualquer motivo – acabam por fazer correções. As correções serão assim tanto maiores quanto maior a diferença entre o valor da cota-

ção que as ações têm hoje na bolsa e a cotação que deveriam ter se estivessem em linha com o seu valor fundamental.

Chama-se catalizador de uma correção ao acontecimento concreto – notícia, declaração de responsável, ou outro acontecimento similar – que despoleta a correção. O catalizador da correção pode ser qualquer acontecimento ou conjugação de acontecimentos. Não precisa de ser um acontecimento ou uma conjugação de acontecimentos muito marcante. Um acontecimento muito simples pode também desencadear uma correção no mercado acionista, sobretudo nos casos em que a cotação das ações já está muito afastada do seu valor fundamental e os investidores já estão bastante apreensivos. Os catalisadores da correção tendem a ser responsáveis pela existência de *sell-offs* no mercado acionista, isto é uma pressão fortemente vendedora, o que acaba por delinear uma queda das respetivas cotações de forma muito rápida.

Iremos ver mais abaixo um caso em que os catalizadores da correção foram cinco factos aparentemente não relacionados entre si (correção que ocorreu em fevereiro de 2007).

1.2. Mercados acionistas mundiais

Ao longo deste capítulo, iremos centrar a nossa análise nos seguintes mercados acionistas mundiais: EUA, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, BRIC e Tigres Asiáticos!¹

O acrónimo BRIC designa o conjunto formado pelos seguintes países: Brasil, Rússia, Índia e China. Em 2003, um estudo feito por um economista do banco de investimento norte-americano Goldman Sachs fez a previsão de que, por volta de 2050, os BRIC irão ultrapassar em importância os grandes blocos económicos existentes na altura (EUA, União Europeia e Japão). Repare-se que os quatro BRIC são países geograficamente enormes e com populações muito numerosas. Estes quatro países adotaram há relativamente pouco tempo o modelo de economia de mercado e entraram em força no comércio mundial (no caso da China, a sua entrada para a Organização Mundial do Comércio ocorreu em dezembro de 2001). Os BRIC têm tido taxas de crescimento muito fortes (a Índia e a China estiveram muitos anos a crescer

(1) Além dos BRIC e dos Tigres Asiáticos, existem outros *mercados emergentes* que não iremos analisar, nomeadamente e a título de exemplo a Turquia, a África do Sul, a Polónia, a Hungria, a República Checa, o Egito, Israel, o México, a Bolívia, a Tailândia e a Indonésia.

cerca de 10% ao ano, embora tenham abrandado um pouco o crescimento nos anos recentes). A China é muito forte em termos de indústria, sobretudo exportadora, assente numa lógica de baixos salários. A Índia é um gigante em termos de prestação de serviços *off-shore* à distância. O Brasil é muitíssimo rico em minérios (por exemplo, minério de ferro) e possui um setor agrícola muitíssimo forte (por exemplo, soja, carne de vaca, café, entre outros), existindo inclusivamente uma enorme pressão sobre a Amazônia. A Rússia possui enormes reservas de petróleo e de gás.

A designação Tigres Asiáticos inclui os seguintes países: Coreia do Sul, Taiwan, Hong Kong e Singapura. São países que iniciaram há cerca de 60 anos um processo de crescimento económico baseado na exportação de produtos industriais para os países mais desenvolvidos (EUA e Europa, por exemplo). São exemplos de produtos industriais em que estes países se focalizaram os eletrodomésticos, os telemóveis e a indústria automóvel. Com base na referida estratégia, os Tigres Asiáticos têm conseguido taxas de crescimento económico muito elevadas, o que tem permitido um processo de industrialização muito rápido.

No que se segue, iremos organizar o texto em quatro tópicos:

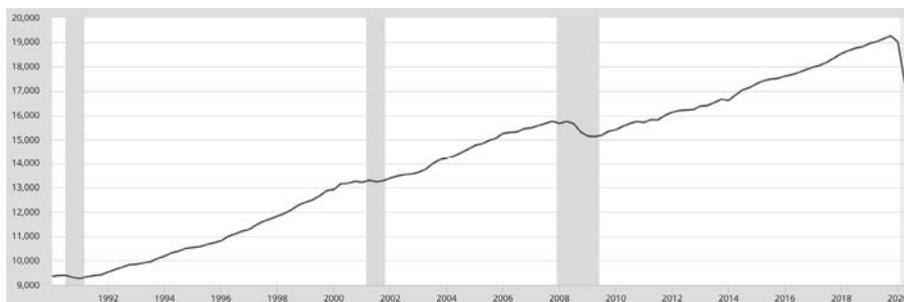
- Mostrar a forma como o comportamento da economia dos EUA e dos lucros e dividendos das empresas norte-americanas determinam a evolução do índice acionista S&P 500¹;
- Mostrar como a evolução do índice acionista S&P 500 influencia o comportamento dos índices acionistas de todo o mundo;
- Explicitar as forças que ampliam os movimentos do índice acionista S&P 500 nos mercados emergentes;
- Dissociação (*decoupling*) nos mercados acionistas mundiais.

⁽¹⁾ O índice acionista S&P 500 representa bem a economia norte-americana porque é constituído por um número relativamente vasto de empresas (500 empresas), as quais são escolhidas de forma a que exista pelo menos uma empresa de cada setor de atividade da economia dos EUA. Além disso, o valor deste índice acionista é calculado ponderando o preço das ações de cada uma das empresas pela fração do valor de mercado das ações da empresa no valor agregado do mercado (capitalização bolsista). Ora, estas características não são comuns a todos os índices acionistas. A título de exemplo, o índice acionista Dow Jones 30 é constituído por um número bastante mais reduzido de empresas (30 empresas) e por isso não consegue captar de forma tão realista a evolução da economia norte-americana. Além disso, o índice acionista Dow Jones 30 resulta apenas de uma média mais ou menos aritmética da soma da cotação das empresas que dele constituem.

1.2.1. Comportamento da economia dos EUA e dos lucros e dividendos das empresas norte-americanas e a evolução do índice acionista S&P 500

Com o objetivo de analisar a evolução da economia dos EUA ao longo das últimas décadas, começemos por observar a evolução do PIB real norte-americano (Figura 1.1 e Figura 1.2).

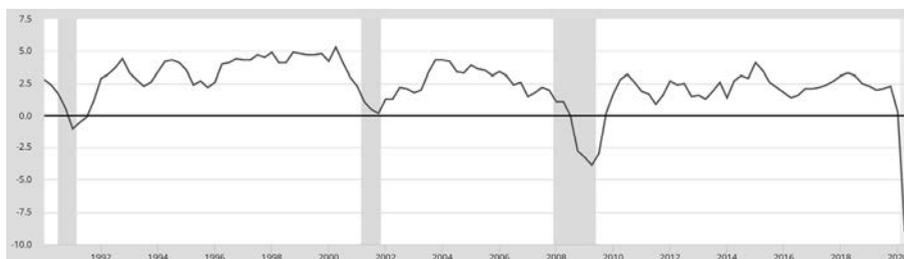
Figura 1.1. PIB real norte americano [1991-2020]
(mil milhões de dólares norte-americanos a preços de 2012)



Nota: recessões assinaladas a cinzento, conforme determinação do National Bureau of Economic Research.

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED Economic Data).

Figura 1.2. PIB real norte americano [1991-2020] (taxa de variação homóloga)



Nota: recessões assinaladas a cinzento, conforme a indicação do National Bureau of Economic Research.

Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED Economic Data).

A evolução da economia norte-americana pode ser descrita pelos seguintes momentos:



Emanuel Leão é doutor em Economia pela University of York e desempenha as funções de professor auxiliar no Iscte – Instituto Universitário de Lisboa, desde o ano 2000. Coordena a disciplina de Economia Monetária na licenciatura em Economia e as disciplinas de Política Monetária e Mercados Financeiros e de Fundamentos Económicos nos Mercados Financeiros no mestrado em Economia Monetária e Financeira. Tem artigos publicados em revistas científicas internacionais.



Ricardo Barradas é professor auxiliar no Departamento de Economia Política da Escola de Ciências Sociais e Humanas do Iscte – Instituto Universitário de Lisboa e investigador integrado no Centro de Estudos sobre a Mudança Socioeconómica e o Território (Dinâmia/CET) do Iscte – Instituto Universitário de Lisboa. Os seus principais interesses de investigação centram-se nas áreas da economia política, da economia pós-keynesiana, da financeirização e de outras áreas relacionadas. É autor de vários artigos científicos publicados em prestigiadas revistas internacionais, tais como *International Review of Applied Economics*, *Journal of Economic Issues*, *Journal of Post Keynesian Economics*, *Review of Keynesian Economics*, *Review of Radical Political Economics*, *Review of Political Economy*, entre outras.

Nos mercados financeiros, o preço de um determinado título na bolsa de valores é determinado pelas forças da procura e da oferta desse título. Estas forças da procura e da oferta resultam de uma mistura de motivações racionais e irracionais. Em determinadas alturas, a pressão das motivações irracionais sobrepõe-se às motivações racionais, gerando-se situações de pânico ou de excessivo otimismo. Ou seja, o preço de um determinado título no mercado bolsista incorpora uma mistura de elementos racionais e de elementos irracionais.

No entanto, independentemente das circunstâncias específicas de cada momento, os investidores procuram sempre responder à seguinte questão: «Qual deveria ser o preço de determinado título se apenas fossem tidos em conta elementos racionais?». O preço de uma ação ou de uma obrigação baseado em dados estritamente racionais designa-se por valor fundamental dessa ação ou dessa obrigação.

Na Parte 1 deste livro procura-se explicitar, de uma forma intuitiva, as forças que fazem mover os mercados acionistas, obrigacionistas e cambiais. As especificidades de cada um destes mercados serão abordadas em três capítulos, sendo um quarto capítulo dedicado a fornecer ao leitor algumas orientações práticas a observar na constituição de uma carteira de títulos. O quinto capítulo é dedicado ao fenómeno da especulação financeira – com aplicações ao mercado acionista, ao mercado obrigacionista e ao mercado cambial.

A Parte 2 deste livro, mais técnica, foca-se nas ferramentas de avaliação de dois tipos de títulos: ações e obrigações. Para estimar o valor fundamental das obrigações e das ações apresenta um método que se aplica no caso destes dois tipos de ativos financeiros e cujos princípios também podem ser utilizados na valorização de outros tipos de ativos como, por exemplo, ativos do mercado imobiliário. Esta parte do livro apresenta também um capítulo dedicado ao rácio preço-rendibilidade (PER – *Price to Earnings Ratio*) e um outro às principais referências a ter em conta quando se pretendem observar tendências de médio e longo prazo na taxa de câmbio bilateral entre duas moedas.

Este livro não é, como nenhum outro, um guia infalível para a obtenção de riqueza imediata, uma vez que os mercados financeiros são complexos e estão sujeitos a uma infinidade de variáveis, no entanto pode o leitor, depois de o ler, sentir-se mais preparado para tomar decisões mais informadas e conscientes e que reflitam tanto a sua intuição como o seu conhecimento.

ISBN 978-989-561-330-4



9 789895 613304