

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

GENIMAR VIEIRA GROSSO

**ANÁLISE DO EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS SOBRE OS ÍNDICES
DAS PRINCIPAIS BOLSAS DE VALORES DOS PAÍSES DO G20**

**VITÓRIA
2018**

GENIMAR VIEIRA GROSSO

**ANÁLISE DO EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS SOBRE OS ÍNDICES
DAS PRINCIPAIS BOLSAS DE VALORES DOS PAÍSES DO G20**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Danilo Soares Mont-mor.

**VITÓRIA
2018**

GENIMAR VIEIRA GROSSO

**ANÁLISE DO EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS SOBRE OS ÍNDICES
DAS PRINCIPAIS BOLSAS DE VALORES DOS PAÍSES DO G20**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em: 29 de Agosto 2018.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. DANILO SOARES MONT-MOR

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Profa. Dra. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

Prof. Dr. SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
(FUCAPE)

AGRADECIMENTOS

A Deus, por Sua graça e misericórdia.

A minha esposa, Gláucia, que sonhou comigo e se sacrificou para que este fosse realizado.

Aos meus pais, pelos princípios ensinados.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Danilo Soares Monte-Mor, pela atenção, compreensão, dedicação e ensinamentos, pois, sem os quais, não teria conseguido concluir esta dissertação.

Aos membros da Banca de Qualificação, Prof. Dr. Fábio Yoshi Suguri Motoki e Prof. Dr. Antônio de Barros Júnior, pelas críticas e pelas sugestões que aprimoraram este trabalho.

Aos membros da Comissão Julgadora, Profa. Dra. Arilda Magna Campagnaro Teixeira e Prof. Dr. Sérgio Augusto Pereira Bastos, pelas valiosas contribuições e sugestões para a versão final desta pesquisa.

A todos os professores da FUCAPE que, ao longo da caminhada, contribuíram para minha formação e para a realização deste trabalho.

À FUCAPE, por oferecer profissionais de excelência e todas as ferramentas necessárias à minha formação.

Aos amigos do mestrado, que tornaram a caminhada mais prazerosa e a enriqueceram de experiências.

Ao INSS, na pessoa da Sra. Marly (gerente) e colegas da APS Muriaé/MG, também na pessoa do Sr. Edésio (gerente executivo) e colegas da GEX Juiz de Fora/MG, pela compreensão e apoio.

A minha professora de inglês, Krícia, pela didática adotada nas aulas, com disposição, motivação e criatividade que facilitaram meu aprendizado.

Aos docentes comprometidos com o ensino, com os quais tive a oportunidade de aprender e adquirir conhecimento, desde a tênue idade.

A todos, minha eterna gratidão!

“Não é tolo aquele que abre mão do que não
pode reter para ganhar o que não pode perder.”

(Jim Elliot, 1956)

RESUMO

As incertezas, em particular aquelas de cunho político e eleitoral, são capazes de causarem perturbações no mercado de capitais e, neste contexto, conhecer o comportamento das bolsas de valores torna-se ainda mais importante, haja vista a expectativa e necessidade de se realizar investimentos com menor risco. Desta forma, este trabalho teve como tema central a relação dos ciclos políticos e o mercado de capitais dos países do G20, com o objetivo de verificar o efeito dos ciclos políticos sobre o retorno e a volatilidade dos índices das bolsas de valores destes países, a partir da Hipótese de que os índices das bolsas de valores dos países emergentes tendem a ser mais sensíveis a estas incertezas políticas e, por consequente, mais influenciados do que os dos países desenvolvidos. Para atingir o objetivo, efetuaram-se estimações de regressões com dados em painel fixo para o período de 1994 a 2017, num total de 17 bolsas de valores de 17 países do G20, separados entre emergentes e desenvolvidos. Os resultados encontrados sugerem que houve uma influência mais significativa dos ciclos políticos sobre a volatilidade dos índices das bolsas de valores dos países emergentes do que sobre a volatilidade dos países desenvolvidos e que sobre o retorno destes índices não houve influência significativa. Tais resultados indicam que, nos meses pré-eleitorais, tem-se um aumento do risco sem que haja um prêmio por essa elevação nas bolsas de valores dos países emergentes.

Palavras-chave: Ciclos Políticos; Mercado de Capitais; Retorno e Volatilidade.

ABSTRACT

Uncertainties, particularly those of a political and electoral nature, are capable of causing disruption in the capital market, and in this context, knowing the behavior of stock exchanges becomes even more important, given the expectation and necessity of making investments with lower risk. The central theme of this paper was the relationship between the political cycles and the capital markets of the G20 countries, in order to verify the effect of the political cycles on the return and the volatility of the stock exchange indices of these countries. On the assumption that stock market indices in emerging countries tend to be more sensitive to these policy uncertainties and therefore more influenced than developed countries. In order to reach the objective, regression estimates with fixed panel data for the period 1994 to 2017 were made, in a total of 17 stock exchanges from 17 G20 countries, separated between emerging and developed. The results suggest that there was a more significant influence of the political cycles on the volatility of stock market indices in emerging countries than on the volatility of developed countries and that on the return of these indices there was no significant influence. These results indicate that, in the pre-election months, there is an increase in risk without there being a premium for this rise in the stock markets of emerging countries.

Keywords: Political Cycles; Capital Market; Return and Volatility

SUMÁRIO

Capítulo 1	9
1 INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2	12
2 CICLOS POLÍTICOS E OS MERCADOS DE CAPITAIS	12
2.1 EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NO RETORNO.....	14
2.2 EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NA VOLATILIDADE	16
Capítulo 3	18
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	18
.....	24
Capítulo 4	25
4 RESULTADOS E ANÁLISES	25
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	25
4.2 TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS	27
4.3 RESULTADOS DAS REGRESSÕES	29
Capítulo 5	36
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERÊNCIAS	39

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

As eleições são o principal evento político em países com regimes presidencialistas ou parlamentaristas, uma vez que seus rumos dependem das decisões tomadas por seus representantes, pois o governo, por meio, principalmente, das políticas econômicas, possui o poder de interferir no seu comportamento econômico e financeiro (BRENDER & DRAZEN, 2013). Neste sentido, Sakurai e Menezes (2011) afirmam que os ciclos políticos são definidos como as interferências de cunho político no comportamento econômico e financeiro de um país.

Gleisner (1992) e Bernhard *et al.* (2006) afirmam que há uma relação entre indicadores do mercado de capitais e os ciclos políticos, no qual os indicadores reagem mal à incerteza gerada por períodos de eleições. Os achados de Liu & Zhang (2015) demonstraram que o incremento da incerteza política leva a um aumento significativo da volatilidade das ações no mercado de capitais.

Usando dados sobre 44 mercados desenvolvidos e emergentes, de 1986 a 1993, Demirguc-Kunt e Levine (1996) concluíram que os mercados de ações dos países desenvolvidos são mais líquidos e menos voláteis do que os mercados dos países emergentes. Esta constatação se ratifica nos achados de Ajayi *et al.* (1998), nos quais as diferenças encontradas entre os países desenvolvidos e os países emergentes decorrem em função das diferenças estruturais existentes entre os dois blocos estudados, onde os países emergentes são, em geral, menores em tamanho, mais concentrados e menos acessíveis aos investidores e, portanto, estão sujeitos a atividades manipulativas e especulativas. O objetivo desta pesquisa se assemelha ao

dos trabalhos de Pástor & Veronesi (2012, 2013), Antonakakis *et al.* (2013, 2014), Kang & Ratti (2013, 2014), Donadelli & Persha (2014), Arouri (2014), Lam & Zhang (2014), Kelly *et al.* (2016) e Wu *et al.* (2016), que analisaram a conexão entre as incertezas políticas e mercados de capitais, e encontraram evidências de que estes são afetados por aquelas. No entanto, este estudo se diferencia ao investigar a influência destas incertezas sobre os índices das bolsas de países emergentes e desenvolvidos. Assim, tem-se a questão de pesquisa:

Nos meses que antecedem a eleição, os índices das bolsas de valores de países emergentes sofrem maior influência do que os dos países desenvolvidos?

Desta forma, este trabalho teve como tema central a relação dos ciclos políticos e o mercado de capitais dos países do G20, com o objetivo de verificar o efeito dos ciclos políticos sobre o retorno e a volatilidade dos índices das bolsas de valores destes países, a partir da Hipótese de que os índices das bolsas de valores dos países emergentes tendem a ser mais sensíveis a estas incertezas políticas e, por consequente, mais influenciados do que os dos países desenvolvidos.

A partir da questão formulada, desenvolveram-se modelos de regressões para estudar se, no período de 1990 a 2017, os índices das bolsas de valores dos países emergentes sofrem maior influência das incertezas dos ciclos políticos do que os dos países desenvolvidos do G20. Escolheu-se esta amostra porque estes países, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), representam 80% da economia global, 64% da população mundial, 90% dos gastos com pesquisa e desenvolvimento no mundo e 85% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial.

Os resultados encontrados sugerem que houve uma influência mais significativa dos ciclos políticos sobre a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores

dos Países Emergentes do que sobre a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países Desenvolvidos e que sobre o retorno destes índices não houve influência significativa. Tais resultados indicam que, nos meses pré-eleitorais dos países emergentes, tem-se um aumento do risco sem que haja um prêmio por essa elevação, diferentemente dos achados de Solnik e Mcleavey (2004), que sugeriram que mercados de países emergentes apresentam maiores riscos, mas são compensados por um retorno maior e apresentam uma maior volatilidade, na qual as médias dos retornos mensais dos mercados dos países desenvolvidos são inferiores as médias dos países emergentes.

É primordial para os agentes do mercado financeiro terem ciência sobre os riscos que assumem em cada aplicação, pois quando se assume riscos de maiores proporções espera-se que os retornos tenham a mesma proporção para compensar o investimento (KERR, 2011). Assim, esta pesquisa contribui como fonte de informação para agentes do mercado de capitais que, em tempos de incerteza, aumentam suas exigências por informações que possibilitem o menor risco e, conseqüentemente, a eficiência dos seus investimentos (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979; ELBANNAN, 2015).

Capítulo 2

2 CICLOS POLÍTICOS E OS MERCADOS DE CAPITALS

A relação entre os ciclos políticos e economia tem sido estudada na literatura pelo menos a partir de meados do século XX pela concepção de que os governantes tomavam medidas visando a maximização do bem-estar social com a publicação do trabalho de Downs (1957), onde os partidos buscariam a maximização de votos e a permanência no poder.

Tendo como hipótese de que os governantes se comportam oportunamente, Nordhaus (1975) publica seu trabalho seminal *Political Business Cycle*, cujo modelo mostra, com base na curva de Phillips, o *trade-off* entre as variáveis de inflação e desemprego. Com Hibbs (1977), passa a ganhar relevância o Modelo de Ciclos Partidários, sugerindo que o comportamento do governante não seria oportunista, mas sim de base ideológica.

Rogoff e Sibert (1988) e Rogoff (1990) apresentaram uma revisão do modelo proposto por Nordhaus (1975), com o também seminal *Political Budget Cycle*, nos quais os instrumentos de política fiscal são utilizados para sinalizar a competência do governante. De forma semelhante, Drazen (2001) sugere que os modelos baseados na manipulação de variáveis fiscais são mais consistentes do ponto de vista teórico e empírico e, nesse sentido, diversos outros autores avaliaram a influência de fatores políticos sobre as variáveis fiscais (BRENDER & DRAZEN, 2013; CARVALHO & OLIVEIRA, 2009; DRAZEN & ESLAVA, 2010; KATSIMI & SARANTIDES, 2012; SAKURAI, 2005, 2009; SAKURAI & MENEZES, 2011; SCHNEIDER, 2010; VEIGA & VEIGA, 2007; VERGNE, 2009). Pantzalis *et al.* (2000), Mehdián *et al.* (2008) e Bialkowski *et al.* (2008) analisaram a reação de índices de mercado às informações

de acontecimentos excepcionais, e encontraram comportamentos semelhantes ao de eleições políticas. O artigo seminal de Kahneman e Tversky (1979) destaca a importância das informações disponíveis no mercado para as decisões de investimentos, desta forma, o efeito da incerteza política tende a também ser percebido no mercado de capitais e assimilado pelos investidores.

A incerteza política aumenta o risco sistemático dos ativos, levando o investidor a estabelecer expectativas abaixo do esperado, e esse impacto tende a diminuir à medida que a incerteza é dissipada ou resolvida (BROWN *et al.*, 1988). Julio & Yook (2012) afirmam que a incerteza política exerce papel de destaque no mercado de capitais, especialmente no que se refere às possíveis mudanças na política econômica e na modificação da própria liderança nacional.

Para Pastor & Veronesi (2012, 2013) as decisões governamentais podem vir acompanhadas de incertezas relacionadas às políticas que serão praticadas e, desta forma, os mercados de capitais podem ser afetados pela incerteza política. As políticas adotadas, sobretudo as econômicas, são sempre aguardadas pelos investidores e causam efeitos no mercado de capitais, positivos ou negativos (KELLY *et al.*, 2016).

Baker *et al.* (2016) afirmam que a incerteza política nos Estados Unidos e na Europa, nos últimos anos, provocou efeitos prejudiciais relevantes sobre o desempenho macroeconômico. Estes autores desenvolveram uma *proxy* que busca captar e mensurar a incerteza política em relação à política econômica, a partir das notícias dos principais veículos de comunicação escritos do país pesquisado.

Casagrande Neto *et al.* (2002) salientam que o mercado acionário tem desenvolvimento maior em economias de rendas *per capita* proeminentes, ou seja, em países desenvolvidos o mercado de capitais é um dos elementos essenciais para

o desenvolvimento da economia de um país. Desta forma, o estudo do efeito dos ciclos políticos sobre os mercados de capitais, notadamente sobre as bolsas de valores de países emergentes e desenvolvidos, justifica-se, pois o mercado de capitais é um dos fatores que norteia a economia de um país (KRUGMAN, 2010) e é capaz de fomentar a evolução econômica de uma nação (MALACRIDA & YAMAMOTO, 2006).

2.1 EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NO RETORNO

O retorno é a mudança do valor de um ativo em um determinado período, ou seja, o total de ganhos que esse investimento proporcionará ao longo de um tempo (GITMAN, 1997). Nos mercados de capitais, a determinação da taxa de retorno depende de alguns fatores que foram abordados por Sanvicente & Mellagi Filho (1988), como fatores macroeconômicos juntamente com a análise de informações e incertezas, que auxiliam os investidores a minimizarem os riscos.

Por sua vez, a incerteza é definida como uma situação em que, partindo-se de determinado conjunto de ações, chega-se a vários resultados possíveis, mas não a probabilidade de eles ocorrerem e, caso as probabilidades sejam conhecidas, pode-se mitigar seus riscos (SANDRONI, 1989). Em relação à previsibilidade de retornos, diversos estudos preocuparam-se em investigar a existência de algum padrão persistente nos retornos de investimentos, os quais poderiam ser influenciados por diferentes formas de anomalias, onde as mais comuns na literatura são as fundamentais, técnicas e de calendário (BRUNI & FAMÁ, 1998).

Nos mercados de capitais algumas anomalias são conhecidas como perturbações de calendário ou efeito-calendário, terminologia dada porque elas ocorrem durante um determinado tempo (MILACH *et al.*, 2009; CARVALHO &

MALAQUIAS, 2012; MACHADO & CORDEIRO, 2014). Quando existem as anomalias de calendário, estas são originadas pela variação dos retornos dos produtos financeiros devido às alterações temporais, sazonais e de calendário (ALVES, 2011).

Neste sentido, pesquisas que já analisaram a relação entre o retorno do mercado de ações com as eleições presidenciais, como a pesquisa de Huang (1985), que descobriu que as taxas anuais de retorno das ações durante o período de 1929-1980 foram melhores sob ciclos democratas do que sob os republicanos. Siegel (2002) encontrou resultados semelhantes para o período 1888-2001. Leblang e Mukherjee (2005) examinaram o impacto das eleições no retorno das ações nos mercados de capitais americano e britânico, e apontaram que o resultado das eleições influencia os valores dos títulos de forma positiva ou negativa.

Prechter *et al.* (2012) investigaram a relação entre o desempenho do mercado de ações e as reeleições dos presidentes dos EUA desde 1824 e mostraram que o desempenho do mercado se relaciona com os ciclos eleitorais americanos. Em seu trabalho, Pantzalis (2001) investigou a questão dos retornos em torno eleições, e os resultados indicam que os períodos de eleição são associados a uma reação do mercado de capitais, sendo possível inferir que os investidores são susceptíveis de perceber que o mercado tende a ser muito volátil durante períodos eleitorais.

A investigação do comportamento do retorno dos índices das bolsas de países emergentes e desenvolvidos em torno dos ciclos políticos justifica-se por ter implicações decorrentes da incerteza política e, de acordo com o referencial teórico, esta pesquisa buscará indícios para a confirmação ou refutação da primeira hipótese:

H1: Nos meses que antecedem a eleição, os índices das bolsas de países emergentes tendem a ter maior retorno do que os índices das bolsas de países desenvolvidos.

2.2 EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NA VOLATILIDADE

Com a obra seminal de Markowitz (1952), a volatilidade dos retornos das ações assumiu, desde a década de 1950, uma importante aplicabilidade na literatura de finanças contemporânea. Cálculos de valoração (*valuation*), escolha de portfólios e gestão de riscos, a volatilidade é uma variável que retrata o grau de sazonalidade dos preços do ativo numa determinada série temporal (MORETTIN & TOLOI, 2006).

É comumente referido que a volatilidade avalia o grau de incerteza relativo às rentabilidades que o ativo garantirá ao investidor e, assim, o seu cálculo tornou-se um dos tópicos mais relevantes para os estudos dos mercados e investimentos financeiros (Dumas *et al.*, 1998). Franks e Schwartz (1991) defendem que os modelos que assentam na proposição do equilíbrio do mercado têm na volatilidade um fator essencial para lhes dar sentido.

Estudos sobre volatilidade como instrumento de orientação de investimentos e gerenciamento de riscos são estratégias muito utilizadas no mercado de capitais, pois a correta análise desta variável se torna importante para a captação dos momentos de incerteza no mercado. Assim, o sucesso da gestão de risco de um portfólio de investimentos passa pela boa previsão das oscilações de preços dos ativos no mercado (MORAIS & PORTUGAL, 1999).

Bittlingmayer (1998) concluiu que a variação dos retornos está relacionada com a incerteza política, que afeta também o nível de produção futura de um país.

Resultados de outras pesquisas apontam para o crescimento da volatilidade dos retornos das ações face a iminência de uma incerteza política, fazendo com que o mercado estabeleça um prêmio de risco por esta falta de certeza (ROBERTS, 1990; GEMMILL, 1992; HERRON, 2000; FREEMAN *et al.*, 2000; MCGILLIVRAY, 2003).

Leblang e Mukherjee (2004) defendem que quando o mercado tem a percepção que o político democrata será presidente nos Estados Unidos, a volatilidade do mercado de ações diminui. Bialkowski *et al.* (2008) demonstraram que o índice de retorno específico do país pode facilmente dobrar durante o período em torno de pleito eleitoral, demonstrando que os investidores ficam apreensivos com as eleições, onde são observados níveis de volatilidade momentaneamente elevados.

Também, de acordo com Pastor & Veronesi (2012, 2013), o crescimento da incerteza política otimiza os efeitos políticos, que elevam a volatilidade do retorno das ações e, desta forma, esses retornos estão propensos a estarem mais associados à incerteza política à medida que ela se desenvolve. Assim, de acordo com o referencial teórico, esta pesquisa também buscará indícios para a confirmação ou refutação segunda hipótese:

H2: Nos meses que antecedem a eleição, os índices das bolsas de países emergentes tendem a ter maior volatilidade do que os índices das bolsas de países desenvolvidos.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Baseado no referencial teórico, tem-se que as incertezas em torno do resultado das eleições geram dúvidas quanto ao futuro da política econômica e, portanto, podem influenciar os mercados de capitais (BLOOM, 2014). Esta influência se dá, inclusive, sobre os índices das bolsas de valores, principalmente os de países emergentes, que sofrem maior intervenção na economia em decorrência das decisões governamentais (PRECHTER *et al.*, 2012), quando comparados com os índices das bolsas de valores dos países desenvolvidos.

Assim, com levantamentos de dados secundários, o objetivo desta pesquisa foi de investigar o efeito das incertezas dos ciclos políticos sobre o retorno e a volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países Emergentes e Desenvolvidos integrantes do bloco econômico G20. Para a análise dos dados efetuaram-se estimações de regressões com dados em painel (GUJARATI, 2006; GREENE, 2012), com constructos mensais dos retornos e da volatilidade dos índices das bolsas das nações pesquisadas entre os anos de 1990 a 2017, a partir da base de dados do sítio eletrônico *Inventing.com*.

Os painéis de dados utilizados foram balanceados, ou seja, apresentaram informações de todas as variáveis para todo o período de análise, não possuindo, assim, lacunas de dados faltantes (*missing*). Foram analisados 17 índices das principais bolsas de valores de 17 países membros do bloco econômico G20, sendo que, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), foram 9 nações emergentes e 8 desenvolvidas, descritas no QUADRO 1 a seguir.

QUADRO 1: Índices das Principais Bolsas de Valores dos Países Emergentes e Desenvolvidos do G20, seus respectivos Anos (Meses) Eleitorais e Regimes de Governo

Países	Índices das Principais Bolsas de Valores	Classificação do País	Ano (Mês) Eleitoral	Regime de Governo do País
África do Sul	FTSE/JSE Top 40	Emergente	1994 (Abr), 1999 (Abr), 2004 (Abr), 2009 (Abr) e 2014 (Mai)	Presidencialismo
Alemanha	DAX	Desenvolvido	1990 (Dez), 1994 (Out), 1998 (Set), 2002 (Set), 2005 (Set), 2009 (Set), 2013 (Set) e 2017 (Set)	Parlamentarismo
Argentina	MERVAL	Emergente	1995 (Out), 1999 (Out), 2003 (Out), 2007 (Out), 2011 (Out) e 2015 (Out)	Presidencialismo
Austrália	S&P/ASX 200	Desenvolvido	1990 (Nov), 1993 (Out), 1996 (Ago), 1998 (Ago), 2001 (Out), 2004 (Out), 2007 (Nov), 2010 (Ago), 2013 (Set) e 2016 (Jul)	Parlamentarismo
Brasil	IBOVESPA	Emergente	1994 (Out), 1998 (Out), 2002 (Out), 2008 (Out) e 2014 (Out)	Presidencialismo
Canada	S&P TSX	Desenvolvido	1993 (Nov), 1998 (Jun), 2000 (Out), 2003 (Nov), 2006 (Jan), 2011 (Out) e 2015 (Out)	Parlamentarismo
Coreia Do Sul	KOSPI	Emergente	1992 (Dez), 1997 (Dez), 2002 (Dez), 2007 (Dez), 2012 (Dez), 2017 (Mai)	Presidencialismo
EUA	S&P 500	Desenvolvido	1992 (Nov), 1996 (Nov), 2000 (Nov), 2004 (Nov), 2008 (Nov), 2012 (Nov) e 2016 (Nov)	Presidencialismo
França	CAC 40	Desenvolvido	1995 (Abr), 2002 (Abr), 2007 (Abr), 2012 (Abr) e 2017 (Abr)	Presidencialismo
Índia	NIFTY 50	Emergente	1992 (Nov), 1997 (Nov), 2002 (Nov), 2007 (Nov), 2012 (Nov) e 2017 (Nov)	Parlamentarismo
Indonésia	IDX Composite	Emergente	1997 (Jul), 1999 (Jul), 2001 (Jul), 2004 (Jul), 2009 (Jul) e 2014 (Jul)	Presidencialismo
Itália	FTSE MIB	Desenvolvido	1992 (Abr), 1999 (Abr), 2006 (Abr), 2013 (Abr) e 2015 (Jan)	Presidencialismo
Japão	Nikkei 225	Desenvolvido	1990 (Ago), 1993 (Ago), 1996 (Ago), 2000 (Ago), 2003 (Ago), 2005 (Ago), 2009 (Ago), 2012 (Dez), 2014 (Ago) e 2017 (Out)	Parlamentarismo
México	IPC	Emergente	1994 (Jul), 2000 (Jul), 2006 (Jul) e 2012 (Jul)	Presidencialismo
Reino Unido	FTSE	Desenvolvido	1992 (Abr), 1997 (Mai), 2001 (Jun), 2005 (Mai), 2010 (Mai), 2015 (Mai) e 2017 (Jun)	Parlamentarismo
Rússia	RTSI	Emergente	1991 (Jun), 1996 (Jun), 2000 (Mar), 2004 (Mar), 2008 (Mar) e 2012 (Mar)	Presidencialismo
Turquia	BIST 100	Emergente	1993 (Fev), 2000 (Mai), 2007 (Mai) e 2014 (Ago)	Parlamentarismo

Nota: Os países Arábia Saudita e China não foram considerados porque não tiveram alternância de poder. A União Europeia também não foi considerada por ser um bloco de países.

Fontes: FMI e Investing.com. Elaborado pelo Autor.

Para que seja possível verificar se, nos meses que antecedem o mês da eleição, os índices das bolsas de valores dos países emergentes têm maior retorno do que os índices das bolsas dos países desenvolvidos - Hipótese **H1**, tem-se o modelo (1):

$$RETORNO_MENSAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot ELEICAO_{it} + \beta_2 \cdot ELEICAO_{it} \cdot PAIS_EMERGENTE_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

O modelo baseou-se nos retornos ocorridos nos índices das bolsas de valores dos países emergentes e desenvolvidos integrantes do G20 em torno dos ciclos políticos, representado pela variável dependente $RETORNO_BOLSA_{it}$, conforme a equação abaixo.

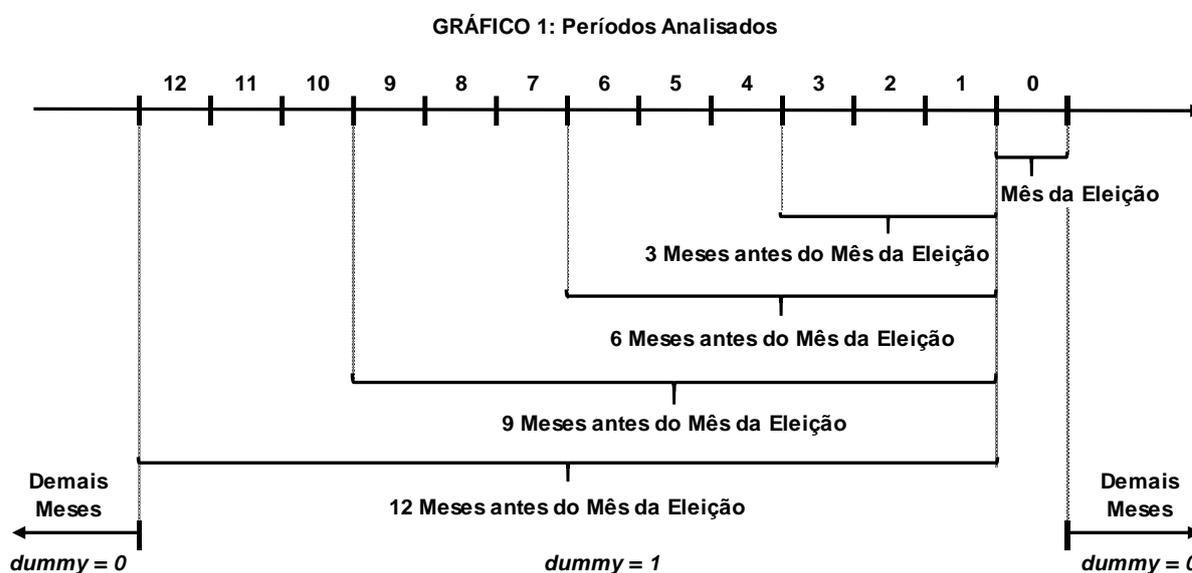
$$RETORNO_MENSAL = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}}$$

Onde: $RETORNO_MENSAL$ é a taxa de retorno mensal bolsa, V_t é o índice da bolsa na data t , V_{t-1} é o índice da bolsa na data $t - 1$. O período de eleição $ELEICAO_{it}$ será uma *dummy*, na qual 1 (um) representa os 12 meses que antecederam a eleição e 0 (zero) para os demais meses. A categoria do país $PAIS_EMERGENTE_{it}$ também será uma *dummy*, sendo 1 (um) país emergente e 0 (zero) para país desenvolvido.

O coeficiente β_1 indica o efeito dos 12 meses que antecederam a eleição nos países emergentes e desenvolvidos sobre o retorno dos índices das bolsas de valores. Espera-se que $\beta_1 > 0$, pois nos períodos pré-eleitorais a incerteza política pode influenciar e ter reflexo nos mercados de capitais (BLOOM, 2014). O coeficiente β_2 indica o efeito dos 12 meses que antecederam a eleição sobre o retorno dos índices das bolsas de valores dos países emergentes em relação aos países desenvolvidos. De acordo com **H1**, sugere-se que β_2 seja positivo nos países emergentes, pois

espera-se que, nos 12 meses pré-eleição, os índices das bolsas de valores de países emergentes tenham maior retorno do que os índices as bolsas de valores de países desenvolvidos.

Para que seja feita uma verificação melhor estratificada e com resultados mais robustos, será verificado o comportamento do retorno dos índices das principais bolsas de valores dos países do G20 em torno dos ciclos políticos, não somente nos 12 meses que antecederam a eleição, representados pela *dummy* $ELEICAO_{it}$, mas também com os demais meses. Serão, assim, atribuídas outras especificações para a *dummy* $ELEICAO_{it}$, nas quais serão analisados também os 9, 6 e 3 meses que antecederam o pleito eleitoral e o mês da eleição - representados pela *dummy* $ELEICAO_{it} = 1$, comparados com os demais meses - representados pela *dummy* $ELEICAO_{it} = 0$, conforme GRÁFICO 1 a seguir.



$$VOLATILIDADE_MENSAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot ELEICAO_{it} + \beta_2 \cdot ELEICAO_{it} \cdot PAIS_EMERGENTE_{it} + Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

O modelo baseia-se na variação dos retornos dos índices das bolsas de valores de países emergentes e desenvolvidos integrantes do G20 em torno dos ciclos políticos, representado pela variável dependente $VOLATILIDADE_MENSAL_{it}$. A proxy utilizada para mensurar a volatilidade se deu pelo cálculo da amplitude mensal, conforme a equação a seguir.

$$VOLATILIDADE_MENSAL = \frac{Máxima - Mínima}{Fechamento Mês Anterior}$$

Onde: $VOLATILIDADE_MENSAL$ é a taxa da variação mensal do retorno da bolsa, $Máxima$ é o maior valor do retorno da bolsa na data t , $Mínima$ é o menor valor do retorno da bolsa na data t e o $Fechamento Mês Anterior$ r_i é o resultado obtido na data $t - 1$. As variáveis $ELEICAO_{it}$ e $PAIS_EMERGENTE_{it}$ definem-se de forma análoga ao modelo (1).

O coeficiente β_1 indica o efeito dos 12 meses que antecederam a eleição nos países emergentes e desenvolvidos sobre a volatilidade dos índices das bolsas de valores. Espera-se que $\beta_1 > 0$, pois nos períodos pré-eleitorais a incerteza política pode influenciar e ter reflexo nos mercados de capitais (BLOOM, 2014). O coeficiente β_2 indica o efeito dos 12 meses que antecederam a eleição sobre a volatilidade dos índices das bolsas de valores dos países emergentes em relação aos países desenvolvidos. De acordo com **H1**, sugere-se que β_2 seja positivo nos países emergentes, pois espera-se que, nos 12 meses pré-eleição, os índices das bolsas de valores de países emergentes tenham maior volatilidade do que os índices das bolsas de valores de países desenvolvidos.

De forma análoga ao modelo (1), para que seja feita uma verificação melhor estratificada e com resultados mais robustos, será verificado pelo modelo (2) o comportamento da volatilidade dos índices das principais bolsas de valores dos países do G20 em torno dos ciclos políticos também nos 9, 6 e 3 meses que antecederam a eleição e no mês da eleição comparados com os demais meses, conforme ilustração do GRÁFICO 1.

Para controlar por heterogeneidades existentes nas amostras dos modelos (1) e (2), utilizaram-se as variáveis macroeconômicas mais empregadas na literatura (MEDEIROS & RAMOS, 2004; NUNES *et al.*, 2005). De forma geral, essas variáveis são inflação, taxa de câmbio, taxa de juros doméstica e o produto interno bruto - PIB, com as quais os preços dos ativos negociados estão diretamente relacionados (CHEN *et al.*, 1986; MUKHERJEE & NAKA, 1995; GJERDE & SATTEM, 1999; MAYSAMI & KOH, 2000; KARAMUSTAFA & KUCUKKALE, 2003).

Observou-se, também, que no período estudado ocorreram crises financeiras de âmbito mundial (GONTIJO, 2011) e controlou-se essa influência por variáveis *dummy*, onde se aplica 1 (um) para os anos que ocorreram crise e 0 (zero) para os anos que não ocorreram crise. Assim, foram utilizadas *dummy* para representar a crise *mexicana* (1994-1995), *asiática* (1997-1998), *rusa* (1998-1999), *pontocom* (2000), *torres gêmeas* (2001), *argentina* (2002), *subprimes* (2008-2009), *zona do euro* (2011-2012) e *Brexit* (2016).

O regime de governo é fruto do controle ou influência que uma classe (ou seus representantes) pode exercer sobre o aparelho estatal por meio de práticas políticas (CODATO & PERISSINOTO, 2001) que podem influenciar o mercado de capitais. Desta forma, esta proxy também será uma variável *dummy* de controle, onde se aplica 1 (um) para o regime presidencialista e 0 (zero) para regime parlamentarista.

O QUADRO 2 apresenta a descrição das variáveis de controle.

QUADRO 2: Variáveis de Controle

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO	JUSTIFICATIVA
Taxa de Câmbio	Refere-se a taxa de câmbio determinada pelas autoridades nacionais ou para a taxa determinada no mercado de câmbio legalmente sancionada. É calculada como uma média anual, com base em médias mensais (unidades de moeda local em relação ao dólar dos EUA).	A elevação dos preços externos comparados aos domésticos aumenta a competitividade das empresas nacionais no mercado externo, fator esse que reflete na valorização de suas ações (DORNBUSH & FISCHER, 1980)
PIB em %	Varição da soma do valor acrescentado por todos os produtos e serviços residentes na economia de um país mais impostos.	O aumento de consumo da economia gera nas empresas uma elevação do lucro e, conseqüentemente, na rentabilidade de seus ativos. O PIB é a variável mais utilizada para avaliar o nível de atividade econômica de um país (CARVALHO & OLIVEIRA, 2009)
Taxa de Juros Doméstica	É a taxa de juros devida à inflação medida pelo deflator do PIB. Os termos e condições associados às taxas de empréstimo diferem por país, no entanto, limitando-se a sua comparabilidade. É tida como referência para as operações financeiras de crédito no mercado	Uma elevação da taxa básica de juros tem como casualidade um declínio nos valores de todos os ativos (HANSEN & SINGLETON, 1983; GESKE & ROLL, 1983; CAMPBELL, 1993, 1996)
Inflação	A inflação medida pelo índice de preços ao consumidor reflete a variação percentual anual no custo para o consumidor médio da aquisição de uma cesta de bens e serviços que pode ser fixada ou alterada em intervalos específicos, como anual.	Efeito negativo sobre os retornos acionários, pois a inflação esperada tem impacto significativamente negativo sobre a atividade real da economia, sendo que, por sua vez, a atividade real tem correlação positiva com o mercado de capitais (FELDSTEIN, 1980; FAMA, 1981; GESKE <i>et al.</i> , 1983; DARRAT & MUKHERJEE, 1986)
Crise (<i>dummy</i>)	1 – ano que houve crise 0 – ano que não houve crise	São fenômenos importantes tanto para as economias nacionais quanto para o desempenho das firmas individuais (CABALLERO & HAMMOUR, 1994).
Regime de Governo (<i>dummy</i>)	1 – presidencialista 0 – parlamentarista	A predisposição dos regimes políticos nacionais para aceitar influências externas, ou para retomar tradições e necessidades políticas, varia claramente (BONAL, 2003)

Fonte: Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e OCDE. Elaborado pelo Autor.

Capítulo 4

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Para obtenção dos resultados utilizaram-se dados em painel que foram quantificados por tabelas de estatística descritiva das variáveis e tabelas de regressão linear com o objetivo de detalharem as influências dos ciclos políticos sobre o retorno e a volatilidade dos índices das principais bolsas de valores de 17 países - emergentes e desenvolvidos membros do G20, no período compreendido entre 1990 a 2017.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A TABELA 1 demonstra as Médias, Desvio Padrão, Mínimo, Primeiro Quartil, Mediana, Terceiro Quartil e Máximo das variáveis pesquisadas para os períodos e países analisados no estudo.

TABELA 1: Estatística Descritiva com as Médias, Desvio Padrão, Mínimo, Quartil 1, Mediana, Quartil 3 e Máximo das Variáveis Pesquisadas

Descrição das Variáveis: **Retorno_Mensal** é a proxy $(ULTIMO-ULTIMO [n-1]) / ULTIMO [n-1]$, na qual o último índice do mês é diminuído do último índice do mês anterior e o resultado é dividido pelo último índice do mês anterior. **Volatilidade_Mensal** é a proxy $(MAXIMA - MINIMA) / FECHAMENTO_MES_ANTERIOR$, na qual o índice máximo do mês é diminuído do índice mínimo do mês e o resultado é dividido pelo índice de fechamento do mês anterior. **D_Eleicao** é uma variável binária, na qual 1 é para os 12 meses que antecederam a eleição e 0 é para os demais meses. **D_Emergente** é uma variável binária, na qual 1 é para país emergente e 0 é para país desenvolvido. **D_Crise** é uma variável binária, na qual 1 é para o período que ocorreu crise econômica/financeira de âmbito mundial e 0 é para o período que não ocorreu crise econômica/financeira de âmbito mundial. **D_Regime** é uma variável binária, na qual 1 é para o regime presidencialista do país e 0 é para o regime parlamentarista do país. **PIB** é a soma de toda a riqueza produzida pelo país, em variação percentual. **TXCambio** é taxa percentual que reflete a diferença do valor de moeda local em relação ao dólar dos EUA. **TXJurosDom** é a taxa de juros básica utilizada pelo país. **Inflacao** é o índice médio dos preços cobrados ao consumidor do país.

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
Retorno_Mensal	0.01	0.07	-0.14	-0.02	0.01	0.04	0.19
Volatilidade_Mensal	0.10	0.08	0.01	0.05	0.08	0.13	0.39
D_Eleicao	0.23	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
D_Emergente	0.53	0.50	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
D_Crise	0.46	0.50	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
D_Regime	0.65	0.48	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
PIB	0.04	0.03	0.00	0.02	0.03	0.05	0.10
TXCambio	0.75	0.38	0.01	0.53	0.92	1.03	1.22
TXJurosDom	0.11	0.17	0.00	0.03	0.05	0.11	0.81
Inflacao	0.13	0.34	-0.00	0.02	0.04	0.08	1.98
Numero Obs.	5729						

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor

Da estatística descritiva verifica-se que a média e a mediana da variável *Retorno_Mensal* foi de 1% com variação de -14% a 19%. Além disso, a *Volatilidade_Mensal* foi de 10% para os períodos e países pesquisados. Este cenário demonstra uma volatilidade dos retornos mensais relativamente elevada em comparação, por exemplo, com a volatilidade do mercado histórico americano no qual Mehra e Prescott (1985) estimaram em 6,9% ao ano, com séries de 1889 a 2000, Siegel (2002) estimou em 4,1% ao ano, analisando o período de 1802 a 1998, e Mehra (2003) estimou em 8,0%, com dados de 1926 a 2000, e em 7,8% ao ano usando dados de 1947 a 2000.

É possível que parte deste percentual da volatilidade dos retornos mensais possa ser justificado pelas incertezas causadas pelos ciclos políticos, particularmente nos meses que antecederam as eleições (PASTOR & VERONESI, 2013). Estes meses foram representados pela variável *D_Eleicao*, indicando que 23% foram selecionados para indicarem os meses pré-eleitorais que foram comparados com os demais meses, conjuntamente com a variável *D_Emergente* de 53% que realizou uma comparação, na média, do retorno e da volatilidade entre os Índices das Bolsas de Valores dos Países Desenvolvidos e Emergentes.

Nas análises seguintes serão realizadas comparações entre os grupos de interesse - Meses Pré-Eleição vs Demais Meses e Países Desenvolvidos vs Países Emergentes. O Teste de Diferença das Médias verificará se ocorreram diferenças estatisticamente significativas entre as médias de retorno e volatilidade nestes grupos. O Resultado das Regressões demonstrará se houve ou não o esperado efeito das incertezas decorrentes dos ciclos eleitorais nos meses pré-eleição sobre o retorno e a volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países Emergentes e Desenvolvidos, em particular, sobre dos Emergentes.

4.2 TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS

O teste de comparação de médias, que demonstra a Média, o Desvio Padrão e a Diferença das Médias das variáveis da amostra analisada, foi efetuado para comparar o grupo dos *Anos Com Eleição vs Anos Sem Eleição* e grupo dos *Países Desenvolvidos vs Países Emergentes* e verificar, após o teste estatístico, se apresentaram diferenças entre elas e quais são seus níveis de significância, conforme TABELA 2 a seguir.

TABELA 2: Estatística Descritiva com as Médias, Desvio Padrão e Diferença das Médias

Descrição das Variáveis: **Retorno_Mensal** é a proxy $(ULTIMO - ULTIMO [n-1]) / ULTIMO [n-1]$, na qual o último índice do mês é diminuído do último índice do mês anterior e o resultado é dividido pelo último índice do mês anterior. **Volatilidade_Mensal** é a proxy $(MAXIMA - MINIMA) / FECHAMENTO_MES_ANTERIOR$, na qual o índice máximo do mês é diminuído do índice mínimo do mês e o resultado é dividido pelo índice de fechamento do mês anterior. **PIB** é a soma de toda a riqueza produzida pelo país, em variação percentual. **TXCambio** é o percentual do valor de moeda local em relação ao dólar dos EUA. **TXJurosDom** é a taxa de juros básica utilizada pelo país. **Inflacao** é o índice médio dos preços cobrados ao consumidor do país.

Painel A – Diferença das Médias entre 12 Meses Pré-Eleição X Demais Meses para Todos os Países

Variáveis	DEMAIS MESES		12 MESES PRÉ-ELEIÇÃO		Diferença das Médias	P Valor
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Retorno_Mensal	0.010	0.066	0.012	1.490	-0.002	0.324
Volatilidade_Mensal	0.104	0.080	0.106	0.082	-0.001	0.567
PIB	0.037	0.026	0.035	0.023	0.003	0.002 ***
TXCambio	0.745	0.389	0.782	0.362	-0.037	0.003 ***
TXJurosDom	0.109	0.170	0.102	0.171	0.007	0.211
Inflacao	0.125	0.328	0.129	0.364	-0.003	0.752
Número Obs.	4438		1291			

Painel B – Diferença das Médias entre Países Desenvolvidos X Países Emergentes

Variáveis	PAÍSES DESENVOLVIDOS		PAÍSES EMERGENTES		Diferença das Médias	P Valor
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
Retorno_Mensal	0.006	0.045	0.019	0.084	-0.013	0.000 ***
Volatilidade_Mensal	0.074	0.052	0.142	0.094	-0.068	0.000 ***
PIB	0.024	0.014	0.047	0.024	-0.024	0.000 ***
TXCambio	0.982	0.134	0.552	0.402	0.430	0.000 ***
TXJurosDom	0.031	0.028	0.184	0.222	-0.153	0.000 ***
Inflacao	0.020	0.016	0.254	0.506	-0.234	0.000 ***
Número Obs.	691		600			

Significância: *p<0,10, **p< 0,05, ***p< 0,01

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor

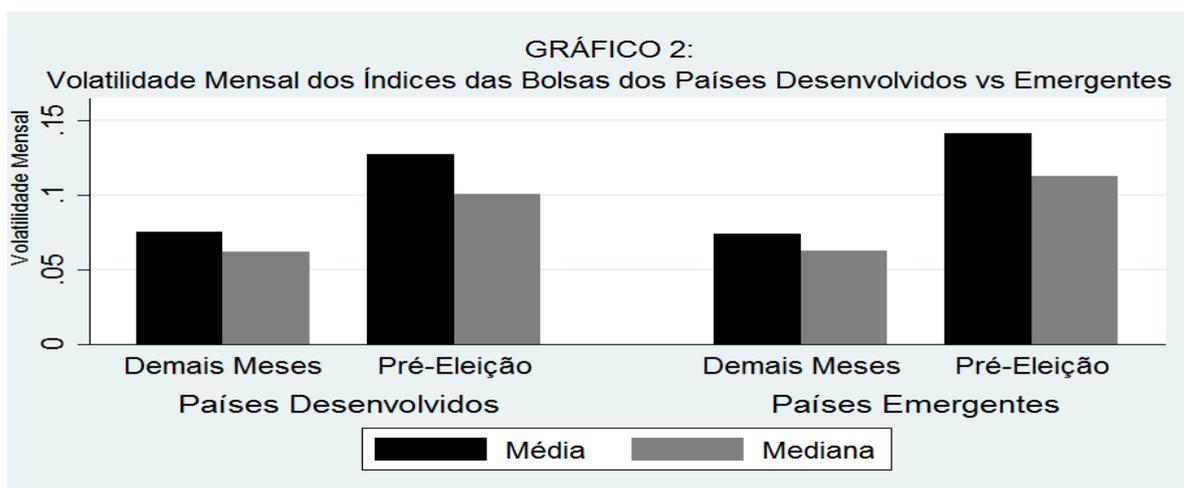
Quando se verifica o Painel B da TABELA 2, nota-se que as médias das variáveis apresentaram significância estatística a 1% e, assim, houve diferença entre as médias das variáveis dependentes *Retorno_Mensal* e *Volatilidade_Mensal*. Também diferenças estatisticamente significativas a 1% entre as médias das variáveis

de controle *PIB*, *TXCambio*, *TXJurosDom* e *Inflacao*, quando ocorre a comparação entre os Países Desenvolvidos e Emergentes.

Desta forma, estes achados podem indicar interferência nos mercados financeiros dos países emergentes superior à dos países desenvolvidos, capazes de influenciar os índices das bolsas de valores em torno dos ciclos políticos (PRECHTER *et al.*, 2012). Quando o mercado se encontra instável em períodos de perturbações econômicas e sociais, como as eleições, há o aumento da volatilidade do retorno das ações (MELLAGI FILHO; ISHIKAWA, 2007).

Observa-se no Painel A da TABELA 2, que não se pode afirmar que houve diferença entre as médias das variáveis *Retorno_Mensal* e *Volatilidade_Mensal*, uma vez que não houve significância estatística. Analisando os 12 meses pré-eleição, verifica-se que não houve evidências estatísticas iniciais que possam corroborar com a teoria de que o ciclo eleitoral tenha relação com o Retorno e a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores de todos os Países Desenvolvidos e Emergentes do G20, quando pesquisados conjuntamente.

Contudo, é possível que o período dos 12 meses pré-eleição possa influenciar a Volatilidade destes Índices, em particular, de forma mais significativa sobre os das



Bolsas dos Países Emergentes do que sobre dos Países Desenvolvidos, conforme o GRÁFICO 2 a seguir.

4.3 RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Os resultados foram avaliados utilizando dois modelos de regressão linear e assumiu-se a margem de erro de 10%, de forma a tentar utilizar o maior número de observações e verificar uma maior robustez nos resultados. Os Modelos (1) e (2)

TABELA 3: Relação entre Ciclos Políticos, Retorno e Volatilidade dos Índices das Bolsas dos Países Emergentes vs Desenvolvidos membros do G20

Descrição das Variáveis: **12 Meses Antes da Eleição** é uma variável binária, na qual 1 é para os 12 meses que antecederam o mês da eleição no país e 0 é para os demais meses. **09 Meses Antes da Eleição** é uma variável binária, na qual 1 é para os 9 meses que antecederam o mês da eleição no país e 0 é para os demais meses. **06 Meses Antes da Eleição** é uma variável binária, na qual 1 é para os 6 meses que antecederam o mês da eleição no país e 0 é para os demais meses. **03 Meses Antes da Eleição** é uma variável binária, na qual 1 é para os 3 meses que antecederam o mês da eleição no país e 0 é para os demais meses. **Mês da Eleição** é uma variável binária, na qual 1 é para o mês da eleição no país e 0 é para os demais meses. **D_Eleicao** é uma variável binária, na qual 1 é para os 12 meses que antecederam a eleição e 0 é para os demais meses. **D_Eleicao X Emergente** é uma variável binária, na qual 1 é para os 12 meses que antecederam a eleição no país emergente e 0 é para 12 meses que antecederam a eleição no país desenvolvido. **D_Crise** é uma variável binária, onde 1 é para o período que ocorreu crise econômica/financeira de âmbito mundial e 0 é para o período que não ocorreu crise econômica/financeira de âmbito mundial. **D_Regime** é uma variável binária, onde 1 é para o regime presidencialista do país e 0 é para o regime parlamentarista do país. **PIB** é a soma de toda a riqueza produzida pelo país, em variação percentual. **TXCambio** é o percentual do valor de moeda local em relação ao dólar dos EUA. **TXJurosDom** é a taxa de juros básica utilizada pelo país. **Inflacao** é o índice médio dos preços cobrados ao consumidor do país

Painel A – Retorno

Variáveis	12 Meses Pré-Eleição		09 Meses Pré-Eleição		06 Meses Pré-Eleição		03 Meses Pré-Eleição		Mês da Eleição	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
D_Eleicao	0.003	0.247	0.003	0.237	0.002	0.634	-0.003	0.538	-0.001	0.929
D_Eleicao X Emergente	0.001	0.854	0.004	0.367	0.006	0.377	0.010	0.351	0.019	0.139
D_Crise	-0.008 ***	0.000	-0.008 ***	0.000	-0.008 ***	0.000	-0.009 ***	0.000	-0.009 ***	0.000
D_Regime	-0.010 *	0.100	-0.009 *	0.097	-0.008	0.102	-0.005	0.196	-0.008 **	0.048
PIB	0.079	0.393	0.076	0.387	0.079	0.396	0.083	0.434	0.103	0.350
TXCambio	0.011 *	0.053	0.013 *	0.051	0.012	0.142	0.012	0.166	0.013	0.139
TXJurosDom	0.035	0.159	0.047 **	0.048	0.045 **	0.068	0.065 ***	0.005	0.061 **	0.015
Inflacao	0.007	0.754	0.001	0.979	-0.001	0.940	-0.012	0.533	-0.013	0.471
Constante	0.004	0.603	0.002	0.799	0.002	0.783	-0.000	0.994	0.001	0.951
Número Obs.	5728		5408		5085		4761		4438	

Painel B – Volatilidade

Variáveis	12 Meses Pré-Eleição		09 Meses Pré-Eleição		06 Meses Pré-Eleição		03 Meses Pré-Eleição		Mês da Eleição	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
D_Eleicao	-0.005	0.111	-0.006 *	0.060	-0.005	0.135	-0.003	0.570	0.004	0.672
D_Eleicao X Emergente	0.017 ***	0.006	0.017 ***	0.004	0.017 **	0.014	0.017 *	0.093	0.022	0.230
D_Crise	0.020 ***	0.001	0.021 ***	0.001	0.019 ***	0.001	0.018 ***	0.002	0.017 ***	0.003
D_Regime	0.076 ***	0.002	0.079 ***	0.001	0.082 ***	0.000	0.085 ***	0.000	0.086 ***	0.000
PIB	0.308	0.120	0.306	0.114	0.278	0.165	0.257	0.204	0.259	0.207
TXCambio	-0.049 *	0.071	-0.051 *	0.085	-0.053	0.104	-0.054	0.122	-0.057	0.124
TXJurosDom	0.287 ***	0.000	0.301 ***	0.000	0.311 ***	0.000	0.328 ***	0.000	0.324 ***	0.000
Inflacao	-0.092	0.107	-0.100 *	0.080	-0.106 *	0.064	-0.117 **	0.044	-0.117 *	0.053
Constante	0.052 **	0.013	0.050 **	0.025	0.051 **	0.043	0.049 *	0.063	0.051 *	0.070
Número Obs.	5728		5408		5085		4761		4438	

Significância: *p<0,10, **p< 0,05, ***p< 0,01

Fonte: Dados da pesquisa. Elaborado pelo autor

testam se os efeitos dos ciclos eleitorais têm maior impacto sobre o Retorno e a Volatilidade dos índices das principais bolsas dos países emergentes do que sobre os índices das bolsas dos países desenvolvidos membros do G20.

A partir do modelo (2), o Painel B da TABELA 3 demonstra que a variável dependente *D_Eleicao* apresentou significância estatística de 10% sobre a variável de interesse Volatilidade apenas nos 06 Meses Pré-Eleição, com relação negativa de -0.005, -0.006, -0.005, e -0.003 nos 12, 09 e 03 Meses Pré-Eleição, respectivamente; e no Mês da Eleição esta relação foi positiva de 0.004.

A outra variável dependente *D_EleicaoXEmergente* apresentou significância estatística de 1% nos 12 e 09 Meses Pré-Eleição com relação foi positiva de 0.017, de 5% nos 06 Meses Pré-Eleição e a mesma relação positiva de 0.017, e significância de 10% nos 03 Meses Pré-Eleição, também com a relação positiva de 0.017. Apenas no Mês da Eleição não ocorreu significância estatística e a relação foi positiva de 0.022.

Infere-se, a partir deste achado, que a Volatilidade dos Índices das Bolsa dos Países Emergentes pesquisados sofre maior influência dos períodos eleitorais do que os Índices das Bolsas de Valores dos Países Desenvolvidos, corroborando com a pesquisa de Demirguc-Kunt e Levine (1996), na qual concluíram que os mercados de ações dos países desenvolvidos são mais líquidos e menos voláteis do que os mercados dos países emergentes.

Assim, esta constatação se ratifica nos achados de Ajayi *et al.* (1998), nos quais as diferenças encontradas entre os países desenvolvidos e os países emergentes decorrem em função das diferenças estruturais existentes entre os dois blocos estudados, onde os países emergentes são, em média, menores em tamanho, mais concentrados e menos acessíveis aos investidores e, portanto, estão sujeitos à

atividades manipulativas e especulativas.

A partir do modelo (1), o Painel A da TABELA 3 demonstra que as variáveis binárias *D_Eleicao* e *D_EleicaoXEmergente* não apresentaram significância estatística sobre a variável de interesse Retorno, em nenhum dos períodos pesquisados. A variável *D_Eleicao* apresentou relação negativa nos 03 Meses Pré-Eleição e no Mês da Eleição, e nos demais períodos a relação foi positiva. A variável *D_EleicaoXEmergente* apresentou relação positiva em todos os períodos analisados e com elevação gradual da relação de 0,001 a 0,019 à medida que o Mês da Eleição se aproxima.

Verifica-se também, que estes achados refutam a Hipótese (1) desta pesquisa, uma vez que os resultados sugerem que o Retorno dos Índices das Bolsas de Valores não é influenciado pelos períodos pré-eleitorais, seja na amostra de todos dos Países do G20 pesquisados pela *dummy D_Eleicao* ou na comparação entre as Bolsas de Valores das nações Emergentes e Desenvolvidas pela *dummy D_EleicaoXEmergente*. Pode-se sugerir, então, que os Retornos dos Índices das Bolsas de Valores pesquisados, em média, não se alteram nos meses pré-eleição e estes resultados seguem em linha com as evidências empírica dos estudos aplicados países da Europa, como Siokise Kapopoulos (2007) para a Grécia, Köksal e Caliskan (2012) para a Turquia e Döpke (2006) para o estudo realizado na bolsa alemã.

No geral, os resultados desta pesquisa indicam que ocorreu um aumento do risco (volatilidade) nos meses que antecederam as eleições nos Países Emergentes, sem que houvesse um prêmio por essa elevação neste período. Tais achados se justificam na afirmação de Mobius (1996), na qual os mercados emergentes exigem maior pesquisa e cuidados do que normalmente é esperado nos mercados desenvolvidos e, com frequência, implicam um maior grau de risco assumido por parte

dos investidores.

Os resultados desta pesquisa também vão ao encontro da conclusão de Morck *et al.* (2000), na qual os mercados de capitais das economias desenvolvidas incorporam as informações de modo mais eficaz que os mercados de capitais das economias emergentes. Neste sentido, tem-se a ideia de que ambientes complexos, caso dos mercados dos Países Emergentes, limitam o controle dos fluxos de informação por parte dos investidores, reduzindo a sua capacidade para gerir o risco (Pirson e Turnbull, 2011).

A não ocorrência de um retorno face à elevação do risco apresentado nos Índices das Bolsas dos Países Emergentes nos meses pré-eleição também se justifica pelas grandes diferenças das características de governabilidade com os Países Desenvolvidos, pois, segundo Erkens *et al.* (2012), a existência de fatores específicos de cada país – tais como a regulamentação e o desenvolvimento da economia – influenciam o mercado de capitais. As diferenças políticas e legais entre os países Emergentes e Desenvolvidos se dão pela promoção de um sistema financeiro sólido e estável, que só é possível em ambientes legais e democráticos saudáveis (Boudriga *et al.*, 2009),

Assim, esta pesquisa suscita diferenças com a afirmação empírica de Solnik (1974) e com achados de Solnik e Mcleavey (2004), que sugeriram que mercados de países emergentes apresentam maiores riscos, mas seriam compensados por um retorno maior e apresentam uma maior volatilidade, na qual as médias dos retornos mensais dos mercados dos países desenvolvidos são inferiores às médias dos países emergentes.

Quanto as variáveis de controle, a *dummy D_Crise* apresentou significância estatística de 1% com o modelo (1) em todos os períodos e relação negativa entre -

0.008 e -0.009. Pode-se deduzir que, em períodos de crises econômicas/financeiras em escala mundial, haverá a possibilidade de decréscimos entre 0.008 e 0.009 nos Retornos dos Índices das Bolsas de Valores nos meses que antecedem a eleição, inclusive no mês da eleição.

A variável *D_Regime* demonstrou relação negativa em todos os períodos e teve significância estatística de 10% nos 12 e 09 Meses Pré-Eleição e de 5% no Mês da Eleição. Assim, sugere-se que o tipo de regime, presidencialista ou parlamentarista, das nações pesquisadas pode influenciar negativamente a 0.009, em média, o Retorno dos Índices de suas Bolsas de Valores no Mês da Eleição, nos 09 Meses Pré-Eleição e nos 12 Meses Pré-Eleição.

Nota-se, ainda pelo Painel A da TABELA 3, que as variáveis de controle *PIB* e *Inflacao* não apresentaram significância estatística dos períodos analisados com os Retornos do Índices das Bolsas de Valores. A variável *PIB* demonstrou relação positiva em todos os períodos e a variável *Inflacao* apresentou relação positiva nos 12 e 09 Meses Pré-Eleição e negativa nos 06 e 03 Meses Pré-eleição, inclusive no Mês da Eleição.

A variável *TXCambio* apresentou significância estatística de 10% sobre os Retornos nos 12 e 09 Meses Pré-Eleição, e relação positiva em todos os períodos pesquisados. A variável *TXJurosDom* também apresentou relação positiva em todos os períodos pesquisados, mas demonstrou nível de significância de 5% no Mês da Eleição e nos 09 e 06 Meses Pré-Eleição, e de 10 % nos 03 Meses Pré-Eleição.

Ainda a partir do Painel B da TABELA 3, nota-se que a variável *D_Crise* apresentou significância estatística de 1% com o modelo (2) em todos os períodos analisados com relação positiva média de 0.019. Pode-se inferir, então, que em períodos de crises econômicas/financeiras em escala mundial, haverá a possibilidade

de um acréscimo de, em média, 0.019 na Volatilidade dos Índices das Bolsas pesquisadas nos meses que antecedem o mês da eleição, inclusive no mês da eleição.

No mesmo viés, a variável *D_Regime* também apresentou significância estatística de 1% com o modelo (2) em todos os períodos analisados e relação positiva de 0.076, 0.079, 0.082, 0.085 e 0.086 nos 12, 09, 06, 03 Meses Pré-Eleição e no Mês da Eleição, respectivamente. Assim, é possível afirmar que o tipo de regime das nações pesquisadas, presidencialista ou parlamentarista, pode influenciar positivamente, em média, a 0.080 a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países do G20.

A variável de controle *PIB* não apresentou significância estatística em relação a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países do G20 para os períodos pesquisados e demonstrou relação positiva de 0.282, em média. A variável *TXCambio* apresentou significância estatística de 10% apenas sobre Volatilidade nos 12 e 09 Meses Pré-eleição. Sua relação foi negativa de -0.053, em média, nos períodos analisados.

Por sua vez, a variável *TXJurosDom* apresentou nível de significância de 1% sobre a Volatilidade em todos os períodos pesquisados e demonstrou relação positiva de 0.287, 0.381, 0.311, 0.328 e 0.324 nos 12, 09, 06, 03 Meses Pré-Eleição e no Mês da Eleição, respectivamente. Desta forma, é possível afirmar que a Taxa de Juros Doméstica dos países pesquisados, pode influenciar positivamente, em média, a 0.310 a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países do G20.

A variável *Inflacao* apresentou significância estatística em relação Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países do G20, de 10% nos 09 e 06 Meses Pré-Eleição e também no Mês da Eleição, e de 5% nos 03 Meses Pré-Eleição. Esta

variável apresentou relação negativa de -0.106, em média, para os períodos analisados.

De forma geral, embora os resultados do Painel A da TABELAS 3 tenham refutado a Hipótese (1) desta pesquisa, uma vez que os resultados, em média, apontaram que os Retornos dos Índices das Bolsas de Valores não sofreram influência significativa dos meses que antecedem a eleição ou no mês da eleição, seja na amostra de todos dos Países do G20 pesquisados ou na comparação entre as nações Emergentes e Desenvolvidas, os achados corroboraram a Hipótese (2), tendo em vista que estes demonstraram que os ciclos políticos podem influenciar de forma significativa a Volatilidade nos meses pré-eleição e, em particular e de forma mais contundente, sobre os Índices das Bolsas de Valores dos Países Emergentes quando comparados com os dos Países Desenvolvidos.

Também é possível sugerir que esta influência foi maior nos meses mais distantes do mês da eleição e, à medida que o pleito eleitoral foi se aproximando, esta influência se diluiu, pois, segundo Chira e Marciniak (2014), durante períodos de incertezas o comportamento dos investidores tende a ser impulsionado pelo pânico e pela irracionalidade com base, inicialmente, em percepções e não em informações concretas. Corroborando, Fama (1970) afirma que os mercados se ajustam levando em consideração os eventos passados e as probabilidades dos eventos futuros, nos quais os preços se adaptam automaticamente às novas informações e, num mercado eficiente, isso ocorre de forma rápida, pois todos os agentes estão tentando se apropriar da lacuna de lucro existente entre o novo fato e o momento anterior.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O maior desafio dos investidores nos Mercados de Capitais é o de combinar a máxima rentabilidade com um baixo risco, com a utilização de estratégias que maximizem a rentabilidade de seus investimentos, minimizando o risco. Assim, em época de incertezas, capazes de causarem perturbações no mercado de capitais, conhecer o comportamento do retorno e da volatilidade das ações torna-se ainda mais importante, haja vista a necessidade de se investir com menor exposição ao risco (KAHNEMAN & TVERSKY, 1979; ELBANNAN, 2015).

Desta forma, este trabalho teve como tema central a relação dos ciclos políticos o mercado de capitais dos países do G20, com o objetivo de avaliar se os ciclos políticos influenciam significativamente os Índices das Principais Bolsas de Valores de países Emergentes e Desenvolvidos membros deste bloco econômico, sobretudo, de forma mais contundente, os índices das bolsas de valores das nações emergentes.

Os achados desta pesquisa respondem à Hipótese (2) e à questão do trabalho, ao demonstrarem que, nos meses que antecederam as eleições, face a incerteza política decorrente dos ciclos políticos, a Volatilidade dos Índices das Bolsas de Valores dos Países Emergentes sofreu maior influência do que a Volatilidade dos Países Desenvolvidos, membros do G20. Estes resultados estão alinhados com os achados de Ajayi *et al.* (1998) e de Prechter *et al.* (2012), nos quais as diferenças encontradas entre os países desenvolvidos e os países emergentes são em função das diferenças estruturais existentes entre eles, de forma que os países emergentes tendem a sofrer maior intervenção na economia, decorrentes das intervenções

governamentais, causando maiores incertezas e instabilidades, quando comparados com países desenvolvidos, e, por conseguinte, maior risco (volatilidade).

No geral, os resultados desta pesquisa indicam que, nos meses que antecederam as eleições, ocorreu um aumento do risco (volatilidade) sem que houvesse um prêmio por essa elevação nos Índices das Bolsa de Valores dos Países Emergentes, diferentemente dos achados de Solnik (1974) e Solnik e Mcleavey (2004), que sugeriram que mercados de países emergentes apresentam maiores riscos, mas são compensados por um retorno maior e apresentam uma maior volatilidade, na qual as médias dos retornos mensais dos mercados dos países desenvolvidos são inferiores às médias dos países emergentes.

A inexistência de um retorno, face ao risco apresentado pelos Índices das Bolsas dos Países Emergentes nos meses pré-eleição, justifica-se pelas características de governabilidade, como a regulamentação e o desenvolvimento da economia emergente, que segundo Erkens *et al.* (2012), influenciam o mercado de capitais destes países. Desta forma, segundo Boudriga *et al.* (2009), as diferenças políticas e legais se dão pela promoção de um sistema financeiro sólido e estável, que só é possível em ambientes legais e democráticos saudáveis.

No mesmo sentido, corroborando os achados deste trabalho, Pirson e Turnbull (2011) afirmam que os ambientes complexos dos mercados dos Países Emergentes, limitam o controle dos fluxos de informação por parte dos investidores. Mobius (1996), afirma que os mercados emergentes exigem maior pesquisa e cuidados do que normalmente é esperado nos mercados desenvolvidos e, com freqüência, implicam um maior grau de risco assumido por parte dos investidores de forma os mercados de capitais das economias desenvolvidas incorporam as informações de modo mais eficaz que os mercados de capitais das economias emergentes (MORCK *et al.* 2000).

Verificou-se também que, a partir do modelo (1), os resultados refutaram a Hipótese (1) de pesquisa, uma vez que os ciclos eleitorais não influenciaram o Retorno dos Índices das Bolsas de Valores dos Países do G20, tanto dos Países Emergentes quanto dos Desenvolvidos, uma vez que as variáveis binárias de interesse $D_Eleicao$ e $D_EleicaoXEmergente$ não apresentaram significância estatística nos meses que antecederam a eleição, em relação ao Retorno das bolsas de valores dos Países membros do G20.

Assim, futuros estudos devem ser elaborados considerando a inclusão de índices de bolsas de valores de outros países, ações de empresas, portfólios setoriais, fundos de pensão e ativos financeiros, além de utilizar diferentes períodos, outras métricas estatísticas e amostras, como a alternância político-partidária, a manutenção ou não do *status quo* e, também, fundamentos ideológicos de direita vs esquerda, que permitam tornar mais abrangentes os resultados obtidos neste trabalho.

REFERÊNCIAS

AJAYI, Richard A.; FRIEDMAN, Joseph; MEHDIAN, Seyed M. On the relationship between stock returns and exchange rates: tests of Granger causality. **Global finance journal**, v. 9, n. 2, p. 241-251, 1998.

ALVES, Iryna Berova. **Anomalias de calendário dos mercados financeiros português, russo e alemão**. 2011. 94 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Instituto Politécnico de Lisboa, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Lisboa, 2011.

ANTONAKAKIS, Nikolaos; CHATZIANTONIOU, Loannis; FILIS, George. Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty. **Economics Letters**, v. 120, n. 1, p. 87-92, 2013.

ANTONAKAKIS, Nikolaos; CHATZIANTONIOU, Loannis; FILIS, George. Dynamic spillovers of oil price shocks and economic policy uncertainty. **Energy Economics**, n. 44, p. 433-447, 2014.

AROURI, Mohamed et al. Economic policy uncertainty, oil price shocks and GCC stock markets. **Economics Bulletin**, v. 34, n. 3, p. 1822-1834, 2014.

BAKER, Scott R.; BLOOM, Nicholas; DAVIS, Steven J. Measuring economic policy uncertainty. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 131, n. 4, p. 1593-1636, 2016.

BERNHARD, William et al. Polls and pounds: Public opinion and exchange rate behavior in Britain. **Quarterly Journal of Political Science**, v. 1, n. 1, p. 25-47, 2006.

BIALKOWSKI, J.; GOTTSCHALK, K.; WISNIEWSKI, T. P. Stock market volatility around national elections. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, p.1.941-1.953, 2008.

BITTLINGMAYER, G. Output, stock volatility, and political uncertainty in a natural experiment: Germany, 1880-1940. **Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 2243-2257, 1998.

BLOOM, Nicholas. Fluctuations in uncertainty. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 28, n. 2, p. 153-175, 2014.

BOUDRIGA, Abdelkader; BOULILA TAKTAK, Neila; JELLOULI, Sana. Banking supervision and nonperforming loans: a cross-country analysis. **Journal of financial economic policy**, v. 1, n. 4, p. 286-318, 2009.

BRENDER, Adi; DRAZEN, Allan. Elections, leaders, and the composition of government spending. **Journal of Public Economics**, v. 97, p. 18-31, 2013.

BROWN, Keith C.; HARLOW, W. Van; TINIC, Seha M. Risk aversion, uncertain information, and market efficiency. **Journal of financial Economics**, v. 22, n. 2, p. 355-385, 1988.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidência. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 7, p. 71-85, 1998.

CARVALHO, F. A. A.; OLIVEIRA, K. V. A contabilidade governamental e a teoria dos ciclos políticos: uma análise empírica fiscal e contábil sobre os municípios do estado do Rio de Janeiro – 1998/2006. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 3, n. 1, p. 46-64, 2009.

CARVALHO, Luciano Ferreira; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Anomalias de calendário no mercado brasileiro: uma análise com empresas pertencentes ao IGC. Contextus – **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 10, n. 2, p. 25-35, 2012.

CASAGRANDE NETO, Humberto; CINTRA NETO, Manoel Felix; MAGLIANO FILHO, Raymundo. **Mercado de capitais: a saída para o crescimento**. São Paulo: Lazuli, 2002.

CHEN, Nai-Fu; ROLL, Richard; ROSS, Stephen A. Economic Forces and the Stock Market. **The Journal of Business**, v. 59, n. 3, p. 383-403, 1986.

CHIRA, Inga; MARCINIAK, Marek. Risk change during crises: How do purely local companies differ from cross-listed firms? Evidence from the European crisis of 2010–2012. **Journal of Economics and Business**, n. 74, p. 11-23, 2014.

CODATO, A. N. & PERISSINOTTO, R. M. O estado como instituição. Uma leitura das “obras históricas” de Marx. **Crítica Marxista**, n.º 13, Editora Revan, 2001.

DEMIRGUC-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Stock market development and financial intermediaries: stylized facts. **The World Bank Economic Review**, v. 10, n. 2, p. 291-321, 1996.

DONADELLI, Michael; PERSHA, Lauren. Understanding emerging market equity risk premia: Industries, governance and macroeconomic policy uncertainty. **Research in International Business and Finance**, v. 30, n. 1, p. 284-309, 2014.

DÖPKE, J.; PIERDZIOCH, C. Politics and the stock market: Evidence from Germany. **European Journal of Political Economy**, v. 22, n. 4, p. 925-943, 2006.

DORNBUSH, R.; FISCHER, S. Exchange rates and current account. **American Economic Review**, v. 70, n. 5, p. 960–971, 1980.

DOWNS, A. N. A Economic Theory of Political Action in a Democracy. **Journal of Political Economy**, v. 65, n. 2, p. 135-150, 1957.

DRAZEN, A. The political business cycle after 25 years. **NBER Macroeconomics Annual**, MIT Press, 2001.

DRAZEN, Allan; ESLAVA, Marcela. Electoral manipulation via voter-friendly spending: Theory and evidence. **Journal of development economics**, v. 92, n. 1, p. 39-52, 2010.

DUMAS, B.; FLEMING, J.; WHALEY, R. Implied volatility functions: Empirical tests. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 2059-2106, 1998.

Economic Policy Uncertainty (EPU). Disponível em: <<http://www.policyuncertainty.com>>. Acesso em: 07 jan. 2018.

ELBANNAN, M. A. The capital asset pricing model: An overview of the theory. **International journal of economics and finance**, v. 7, n. 1, p. 216-228, 2015

ERKENS, D. H.; HUNG, M.; MATOS, P. Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 2, p. 389-411, 2012.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FRANKS, J.; SCHWARTZ, E. The stochastic behaviour of market variance implied in the prices of index options. **The Economic Journal**, v. 101, n. 409, p. 1460-1475, 1991.

FREEMAN, John; HAYS, Jude; STIX, Helmut. Democracy and Markets: The Case of Exchange Rates. **American Journal of Political Science**, v. 44, n. 3, pp. 449-468, 2000.

GEMMILL, Gordon. Political Risk and Market Efficiency: Tests Based on British Stock and Options Markets in the 1987 Election. **Journal of Banking and Finance** v. 16, n. 1, p. 211–31, 1992.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. Harbra, São Paulo, 1997.

GJERDE, O.; SATTEM, F. Causal Relations among Stock Returns and Macroeconomic Variables in a Small, Open Economy. **Journal of International Financial Markets, Institution and Money**, v. 9, n. 1, pp. 61-74, 1999.

GLEISNER, Richard. Economic Determinants of Presidential Elections: The Fair Model. **Political Behavior**, v. 14, n. 4, pp. 383-394, 1992.

GONTIJO, Cláudio et al. A teoria das crises financeiras: uma apreciação crítica. **Anais do XXXVII Encontro Nacional da ANPEC, Foz do Iguaçu-PR**, 2009.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 7th ed. Prentice Hall: Edinburgh, England, 2012.

GUJARATI; D. N. **Econometria básica**. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HERRON, Michael C. Estimating the economic impact of political party competition in the 1992 British election. **American Journal of Political Science**, v. 44, n. 2, p. 326-337, 2000.

HIBBS, Douglas A. Political parties and macroeconomic policy. **American political science review**, v. 71, n. 4, p. 1467-1487, 1977.

HUANG, R. D. Common stock returns and presidential elections. *Financial Analysts Journal*, v. 41, n. 2, p. 58–65, 1985.

International Monetary Fund (IMF). Disponível em: <<https://www.imf.org>>. Acesso em: 31 out. 2017.

JULIO, Brandon; YOOK, Youngsuk. Political uncertainty and corporate investment cycles. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 45-83, 2012.

AHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, v. 47, n. 2, p. 263-292, 1979.

KANG, Wensheng; RATTI, Ronald. Oil shocks, policy uncertainty and stock market return. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 26, n. C, p. 305-318, 2013.

KANG, Wensheng; RATTI, Ronald. Structural oil price shocks and policy uncertainty. **Economic Modelling**, v. 35, n. C, p. 314-319, 2013

KARAMUSTAFA, O.; KUCUKKALE, Y. Long run relationships between stock market returns and macroeconomic performance: evidence from Turkey. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 151, n. 1-2, p. 601-610, 2003.

KATSIMI, Margarita; SARANTIDES, Vassilis. Do elections affect the composition of fiscal policy in developed, established democracies?. **Public Choice**, v. 151, n. 1-2, p. 325-362, 2012.

KELLY, Bryan; PASTOR, Lubos; VERONESI, Pietro. The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market. **The Journal of Finance**, v. 71, n. 5, p. 2417-2480, 2016.

KÖKSAL, B.; CALISKAN, A. Political Business Cycles and Partisan Politics: Evidence from a Developing Economy. **Economics & Politics**, v. 24, n. 2, p. 182-199, 2012.

KRUGMAN, Paul. Reducing developing country debt. **Revista de Análisis Económico—Economic Analysis Review**, v. 4, n. 2, p. 3-18, 2010.

LEBLANG, David; MUKHERJEE, Bumba. Government Partisanship, Elections, and the Stock Market: Examining American and British Stock Returns. **American Journal of Political Science**, v. 49, n. 4, p. 780-802, 2005.

LEBLANG, David; MUKHERJEE, Bumba. Presidential elections and the stock market: Comparing Markov-switching and fractionally integrated GARCH models of volatility. **Political Analysis**, v. 12, n. 3, p. 296-322, 2004.

LIU, Li; ZHANG, Tao. Economic policy uncertainty and stock market volatility. **Finance Research Letters**, n. 15, p. 99-105, 2015.

MACHADO, Márcio André Veras; CORDEIRO, Rebeca Albuquerque. Análise do efeito dia da semana no mercado acionário brasileiro. **ReCont: Registro Contábil – Ufal**, Maceió/AL, v. 5, n. 1, p. 53-68, 2014.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. SPE, p. 65-79, 2006.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. **The journal of finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MAYSAMI, Ramin Cooper; KOH, Tiong Sim. A vector error correction model of the Singapore stock market. **International Review of Economics & Finance**, v. 9, n. 1, p. 79-96, 2000.

MCGILLIVRAY, Fiona. Redistributive Politics and Stock Price Dispersion. **British Journal of Political Science**, v. 33, n. 3, p. 367–95, 2003.

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. Determinantes do desempenho e volatilidade da Bovespa: um estudo empírico. Anais. In: **IV Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, FEA/USP**. 2004.

MEHDIAN, Seyed; NAS, Tevfik; PERRY, Mark J. An examination of investor reaction to unexpected political and economic events in Turkey. **Global Finance Journal**, v. 18, n. 3, p. 337-350, 2008.

MEHRA, Rajnish. The equity premium: Why is it a puzzle?. **Financial Analysts Journal**, v. 59, n. 1, p. 54-69, 2003.

MEHRA, R., e PRESCOTT, E. C. The Equity Premium: A Puzzle, **Journal of Monetary Economics**, v. 15, n. 2, p. 145-161, 1985.

MELLAGI FILHO, A.; ISHIKAUA, S. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2º ed., São Paulo: Atlas, 2007.

MILACH, F. T; KLOECKNER, G. O; GALLI, O. C. Anomalias Diárias no Ibovespa: Verificação da Persistência do Efeito Dia-da-Semana. **Revista de Economia e Administração**, v. 8, n. 2, p. 167-180, 2009.

MOBIUS, M. **O guia do investidor para mercados emergentes**. São Paulo: Makron Books, 1996.

MORAIS, Igor de; PORTUGAL, Marcelo S. **Modelagem e previsão de volatilidade determinística e estocástica para a série do Ibovespa**. 1999.

MORCK, R.; YEUNG, B.; YU, W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1–2, p. 215-260, 2000.

MORETTIN, P. A.; TOLOI C. M. C. **Análise de Séries Temporais**. Segunda Edição. São Paulo: Editora E. Blucher - Associação Brasileira de Estatística, 2006.

MUKHERJEE, Tarun K.; NAKA, Atsuyuki. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. **Journal of Financial Research**, v. 18, n. 2, p. 223-237, 1995.

NORDHAUS, William D. The political business cycle. **The review of economic studies**, v. 42, n. 2, p. 169-190, 1975.

NUNES, Maurício S.; DA COSTA JR, Newton CA; MEURER, Roberto. A relação entre o mercado de ações e as variáveis macroeconômicas: uma análise econométrica para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, p. 585-607, 2005.

PANTZALIS, C.; STANGELAND, D. A.; TURTLE, H. J. Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 24, n. 1, p. 575-1604, 2000.

PANTZALIS, Christos. Does location matter? An empirical analysis of geographic scope and MNC market valuation. **Journal of International Business Studies**, v. 32, n. 1, p. 133-155, 2001.

PÁSTOR, Lubos; VERONESI, Pietro. Political uncertainty and risk premia. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 3, p. 520-545, 2013

_____, Lubos; VERONESI, Pietro. Uncertainty about government policy and stock prices. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1219-1264, 2012.

PIRSON, M.; TURNBULL, S. Corporate Governance, Risk Management, and the Financial Crisis: An Information Processing View. **Corporate Governance: An International Review**, v. 19, n. 5, p. 459-470, 2011.

PRECHTER, R. R.; GOEL, D.; PARKER, W. D.; LAMPERT, M. Social Mood, Stock Market Performance, and US Presidential Elections. **SAGE Open**, v. 2, n. 4, p. 1-13, 2012.

ROBERTS, Brian E. Political Institutions, Policy expectations and the 1980 Election: A Financial Market Perspective. **American Journal of Political Science**, v. 34, n. 2, p. 289–310, 1990.

ROGOFF, K. Equilibrium political budget cycles. **The American Economic Review**, v. 80, n. 1, p. 21-26, 1990.

ROGOFF, Kenneth; SIBERT, Anne. Elections and macroeconomic policy cycles. **The Review of Economic Studies**, v. 55, n. 1, p. 1-16, 1988.

SAKURAI, S. N. Ciclos políticos nas funções orçamentárias dos municípios brasileiros: uma análise para o período 1990 – 2005 via dados em painel. **Estudos Econômicos**, v. 39, n. 1, p. 39-58, 2009.

_____, S. N.; MENEZES, N. A., Filho. Opportunistic and partisan election cycles in Brazil: new evidence at the municipal level. **Public Choice**, 148, 233-247, 2011

_____. Testando a hipótese de ciclos eleitorais racionais nas eleições dos municípios paulistas. **Estudos Econômicos**, 35(2), 297-315, 2005.

SANDRONI, P. (Org). **Dicionário de Economia**. São Paulo, 1989.

SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. Atlas, São Paulo, 1988.

SCHNEIDER, Christina J. Fighting with one hand tied behind the back: political budget cycles in the West German states. **Public Choice**, v. 142, n. 1-2, p. 125, 2010.

SIEGEL, J. J. **Stocks for the long run**. 3rd edn. McGraw Hill, New York, 2002.

SIOKIS, F.; KAPOPOULOS, P. Parties, Elections and Stock Market Volatility: Evidence from a Small Open Economy. **Economics & Politics**, v. 19, n. 1, p. 123-34, 2007.

SOLNIK, Bruno H. Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?. **Financial Analysts Journal**, v. 30, n. 4, p. 48-54, 1974.

SOLNIK, B. H.; MCLEAVEY, D. W. **International Investments**. 2. ed. Prentice hall, 2004.

VEIGA, Linda Gonçalves; VEIGA, Francisco José. Political business cycles at the municipal level. **Public Choice**, v. 131, n. 1-2, p. 45-64, 2007.

VERGNE, Clémence. Democracy, elections and allocation of public expenditures in developing countries. **European Journal of Political Economy**, v. 25, n. 1, p. 63-77, 2009.

WU, T. P.; LIU, S. B.; HSUEH, S. J. The Causal Relationship between Economic Policy Uncertainty and Stock Market: A Panel Data Analysis. **International Economic Journal**, v. 30, n. 1, p. 109-122, 2016.