

ESTUDOS CMVM

N.º1 2009

O COMPORTAMENTO

DOS INVESTIDORES NÃO RESIDENTES

DURANTE A CRISE FINANCEIRA

NA EURONEXT LISBON



CMVM

Março 2009



ÍNDICE

1.	Introdução	4
2.	A Crise Financeira e o Comportamento dos Investidores Residentes e Não Residentes	5
	2.1 Evolução do Investimento Líquido por Tipo de Investidor	9
	2.1.1 Investidores Não Residentes	10
	2.1.2 Investidores Residentes	14
	2.2 Síntese Conclusiva	18
3.	O Peso dos Investidores Não Residentes e a Evolução do índice PSI-20	20
4.	Conclusões	26
5.	Anexo - A Evolução Histórica da Importância dos Investidores Não Residentes na Euronext Lisbon	28



1. INTRODUÇÃO

A eclosão da crise do *sub-prime* não pode ser dissociada de alterações profundas nas expectativas dos agentes económicos quanto à evolução futura dos mercados de capitais e da economia global, nem poderá ter deixado de se materializar em alterações dos respectivos comportamentos. O termo «crise» começou a ser utilizado em Agosto de 2007, na sequência da suspensão de resgates de fundos de investimento que tinham aplicações em instrumentos financeiros derivados de créditos hipotecários dos EUA. Desde então, os seus efeitos fizeram-se sentir não só nos mercados norte-americanos, como nos demais, não sendo o mercado português excepção. A nova conjuntura conduziu, indubitavelmente, a alterações na afectação de recursos por parte dos investidores. Porém, a actuação/reacção dos investidores poderá ter sido idiossincrática e, em particular, ter variado em função da sua tipologia (institucionais, não institucionais, gestão de activos, intermediários financeiros e seguros/ fundos de pensões) e da sua residência (residentes e não residentes).

O objectivo deste documento é, por isso, analisar o comportamento dos investidores após o início da crise financeira. Interessa, em especial, averiguar se a reacção dos investidores residentes e não residentes face à crise financeira foi idêntica. Neste estudo procuram-se, assim, respostas para as seguintes questões:

- Terá ocorrido «fuga» de investimento estrangeiro do mercado accionista português?
- O comportamento de investidores residentes e não residentes durante a crise financeira foi similar ou foi distinto?
- Entre 31 de Julho de 2007 e 30 de Setembro de 2008, o índice PSI-20 caiu mais de 40%. Terá o comportamento dos investidores não residentes sido determinante para a queda do índice PSI-20, ou pelo contrário terá sido determinado pela evolução daquele índice?

O estudo incide sobre o mercado accionista português, restringindo-se a análise às acções do mercado *Euronext Lisbon*. Para responder com segurança absoluta a estas questões é necessário conhecer o peso das transacções dos investidores residentes e não residentes e o tipo de operação (compra/venda) realizada. Esta informação não está acessível na sua totalidade. A informação recolhida pela CMVM juntos dos intermediários financeiros nacionais ao abrigo da Instrução n.º 7/2004 contém informação mensal agregada relativa às ordens recebidas por aqueles intermediários financeiros. Esta informação pode ser discriminada por mercado, tipo de valor mobiliário, tipo de investidor, residência do investidor e tipo de operação. Porém, esta base de dados não incorpora informação relativa a intermediários financeiros em LPS¹. Donde, as conclusões obtidas neste estudo pressupõem a verificação da hipótese de que os investidores que intervêm através dos

¹ O peso dos intermediários financeiros nacionais no total negociado em acções na *Euronext Lisbon* rondou os 50% em média no período 2005-2008.

intermediários financeiros em LPS tenham adoptado um comportamento análogo ao dos investidores que tenham investido através dos intermediários financeiros registados na CMVM. Na ausência da verificação deste pressuposto os resultados serão tanto mais fiáveis quanto menos expressivo for o investimento líquido efectuado por não residentes através de intermediários em LPS.

No próximo capítulo analisa-se o comportamento dos investidores residentes e não residentes antes e durante a crise do *sub-prime*; no capítulo seguinte discute-se a existência de uma associação estatística entre as quedas do índice PSI-20 e o comportamento dos investidores não residentes. Na parte final do documento formulam-se algumas conclusões.

2. A CRISE FINANCEIRA E O COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES RESIDENTES E NÃO RESIDENTES

Neste capítulo procura-se responder às duas primeiras questões enunciadas no capítulo introdutório, procurando-se, por isso, perceber qual foi a reacção dos investidores não residentes à crise financeira e verificar se se comprova a existência de uma «fuga» de capitais desencadeada pelos investidores não residentes (expressa numa pressão vendedora intensa exercida sobre os títulos que negociam no mercado português).

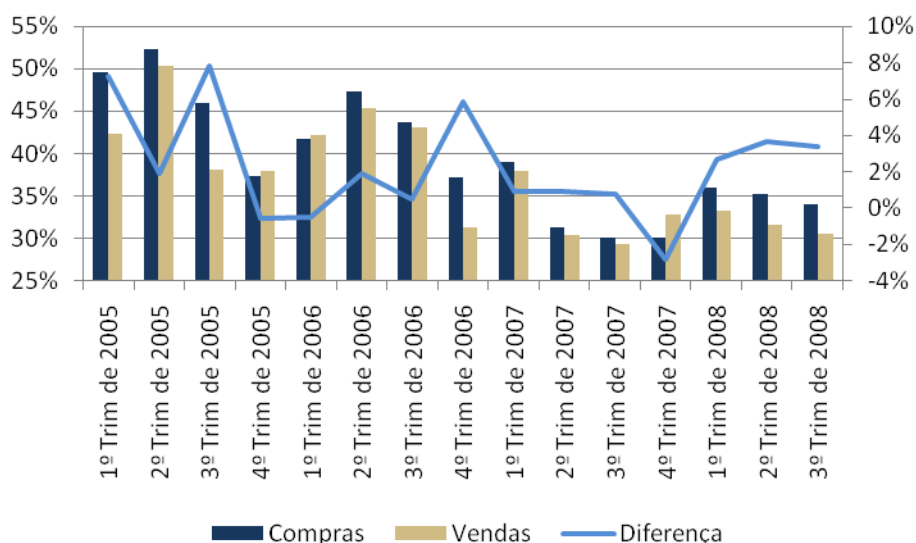
➡ **Compras/ Vendas dos investidores residentes e dos investidores não residentes**

Os dados reportados à CMVM desde o início de 2005 evidenciam uma tendência de queda do peso das transacções em acções realizadas por investidores não residentes, mais acentuada a partir do segundo trimestre de 2007 (isto é, antes do início da crise financeira) – Gráfico 1.

O peso das transacções em acções negociadas na *Euronext Lisbon* realizadas por investidores não residentes apresentou o seu mínimo no 3º trimestre de 2007, tendo recuperado ligeiramente nos trimestres mais recentes.

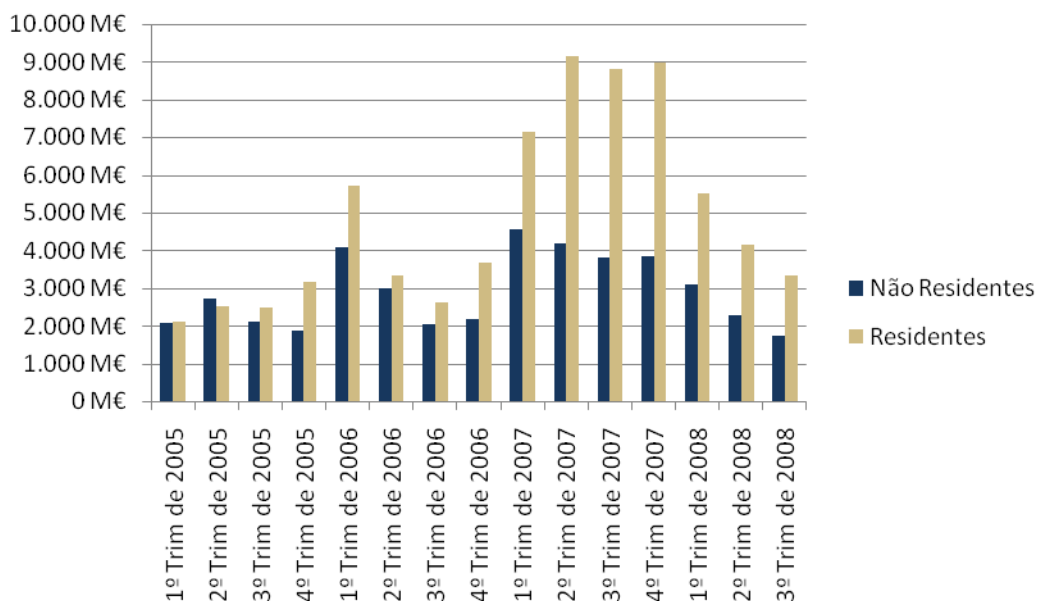
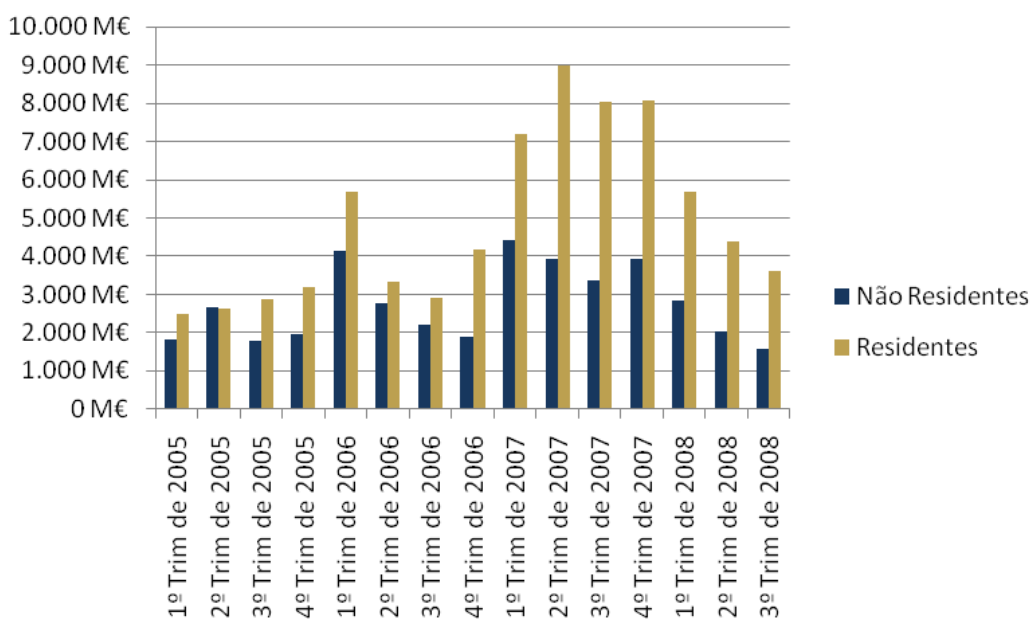
O peso das compras efectuadas por não residentes foi sempre superior ao peso das vendas do mesmo tipo de investidores, com excepção do 4º trimestre de 2005, do 1º trimestre de 2006 e do 4º trimestre de 2007. Isto significa que apesar da redução do valor dos negócios de não residentes não se assistiu a um desinvestimento (ou à venda massiva de acções) destes investidores no mercado accionista português. Pelo contrário, na maior parte dos trimestres registou-se uma diferença positiva entre compras e vendas de não residentes.

GRÁFICO 1 – Peso do valor agregado das ordens de compra /venda dos investidores não residentes em acções negociadas na Euronext Lisbon



Obs.: Peso do valor das ordens de compra (venda) corresponde ao quociente entre o valor das ordens de compra (venda) efectuadas por não residentes e o valor total das ordens de compra (venda).

Em termos absolutos, os anos de 2007 e de 2008 exibiram um valor agregado de transacções por investidores residentes e não residentes superior ao registado nos dois anos anteriores (ver Gráficos 2 e 3). A este facto não terá sido certamente alheio o aumento da visibilidade internacional do mercado português decorrente das ofertas públicas de aquisição lançadas ainda em 2006 sobre a Portugal Telecom, a PT Multimédia e o Banco BPI, bem como as operações de dispersão do capital da Galp (em 2006), da Martifer e da REN (ambas em 2007). No entanto, aquele aumento do valor transaccionado em acções não foi sustentado uma vez que ocorreram quebras sucessivas do valor agregado das ordens de compra e de venda nos três primeiros trimestres de 2008, em grande parte explicadas pela intensidade da crise financeira internacional e consequentes efeitos ao nível da diminuição dos preços das acções. Com efeito, comparando com o pico atingido no 2º trimestre de 2007, o valor agregado das transacções de residentes e de não residentes no 3º trimestre de 2008 caiu 61,6% e 59,1%, respectivamente, valores que são bastante superiores à queda do índice PSI 20 entre 29 de Junho de 2007 e 30 de Setembro de 2008 (-39,8%). Isto significa que, para além de um efeito preço muito relevante, a recente diminuição do valor transaccionado em acções está associada a um efeito quantidade bastante expressivo.

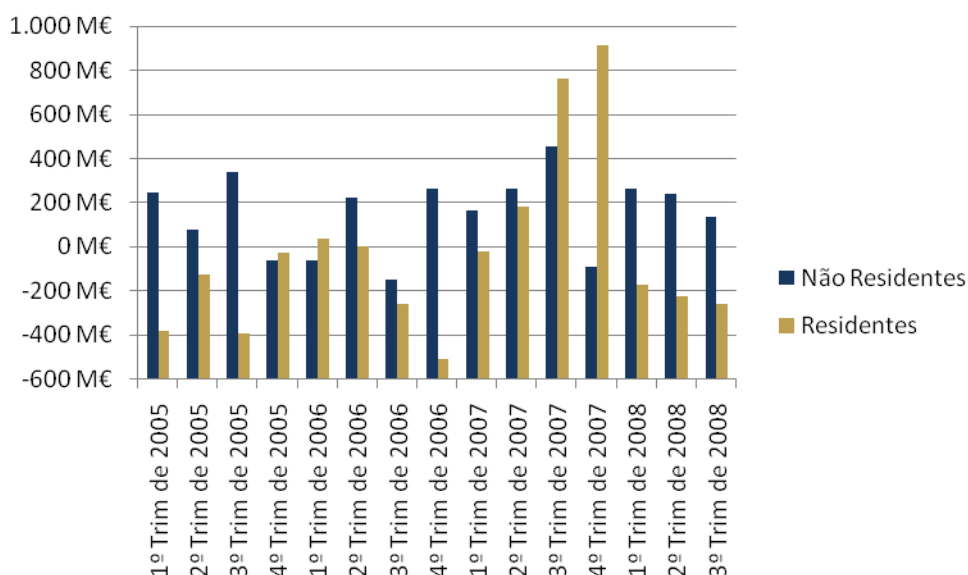
GRÁFICO 2 – Valor agregado das ordens de compra de investidores residentes e não residentes**GRÁFICO 3 – Valor agregado das ordens de venda de investidores residentes e não residentes**

Para testar a hipótese de existência de «fuga» de capitais por parte dos investidores não residentes recorreu-se ao conceito de investimento líquido: diferença entre o valor gerado pelas ordens de compra e o valor gerado pelas ordens de venda.

O Gráfico 4 permite constatar que apenas em 4 dos 15 trimestres analisados (4º trimestre de 2005, 1º trimestre de 2006, 3º e 4º trimestres de 2007) o investimento líquido dos investidores não residentes foi inferior ao dos residentes, sugerindo a existência de uma maior procura líquida de acções nacionais por parte dos investidores não residentes.

Além disso, em 2007 e 2008 o investimento líquido de não residentes foi sistematicamente positivo, com excepção do 4º trimestre de 2007. Situação diversa ocorreu no caso dos investidores residentes, já que o respectivo investimento líquido apenas foi positivo nos três últimos trimestres de 2007, o que denota uma maior pressão vendedora destes investidores durante 2008.

GRÁFICO 4 – Investimento líquido dos investidores residentes e não residentes



Daqui se conclui que não existe evidência de uma pressão vendedora intensa por parte dos investidores não residentes. Pelo contrário, o seu investimento líquido foi globalmente positivo após o início da crise.

O mesmo não sucede com o investimento líquido realizado por residentes, que foi particularmente elevado nos dois últimos trimestres de 2007. Todavia, assistiu-se a um desinvestimento por parte destes investidores nos três primeiros trimestres de 2008, apesar do respectivo peso nas transacções (de compra, de venda e totais – ver Gráfico 1) ter aumentado.

A análise por residência do investidor será de seguida complementada com uma análise por tipo de investidor. O estudo com base na tipologia do investidor poderá ajudar a compreender se a reacção dos investidores ao longo da crise financeira foi idêntica para todos os tipos ou se, pelo contrário, se verificou alguma heterogeneidade na sua actuação.

2.1 Evolução do investimento líquido por tipo de investidor

A Instrução n.º 7/2004 classifica os investidores de acordo com as seguintes categorias:

- Investidores não institucionais;
- Sociedades de seguros e fundos de pensões;
- Instituições gestoras de activos;
- Intermediários financeiros autorizados a prestar o serviço de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem;
- Institucionais.

A tipologia «sociedades de seguros e fundos de pensões» compreende as ordens de todas as sociedades incluídas no subsector sociedades de seguros e fundos de pensões (S.125) tal como definido no Sistema Europeu de Contas (SEC 95) instituído pelo Regulamento (CE) n.º 2223/96 de 25 de Julho de 1996 (JO n.º L 310 de 30.11.96). Este subsector inclui, designadamente, as empresas de seguros, os fundos de pensões e as respectivas sociedades gestoras.

A designação «instituições gestoras de activos», por sua vez, abrange:

- (i) as ordens dadas por organismos de investimento colectivo, respectivas sociedades gestoras, sociedades gestoras de patrimónios e pelas entidades referidas na alínea f) do n.º 1 do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários;
- (ii) as ordens que resultem de decisões de investimento no âmbito da gestão de carteiras de terceiros ou de gestão de organismos de investimento colectivo quando efectuada pelo próprio intermediário financeiro;
- (iii) as ordens transmitidas por outros intermediários financeiros além dos referidos em (i) que resultem de decisões de investimento no âmbito da gestão de carteiras de terceiros ou de gestão de organismos de investimento colectivo, quando o intermediário financeiro tiver essa informação.

A tipologia «intermediários financeiros autorizados a prestar o serviço de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem» (doravante, designada por «intermediários financeiros») engloba todas as ordens recebidas de entidades que no país de origem estejam autorizadas a prestar o serviço de recepção e transmissão de ordens por conta de outrem ou equiparado, quando transmitidas no âmbito da prestação deste serviço e o intermediário financeiro tiver essa informação (ou seja, exclui as ordens provenientes dessas entidades que resultem de decisões de investimento no âmbito da gestão de carteiras de terceiros ou de gestão de organismos de investimento colectivo – incluídas na

rubrica «instituições gestoras de activos» – e as transmitidas para a carteira própria dessas entidades – a incluir na rubrica «institucionais»).

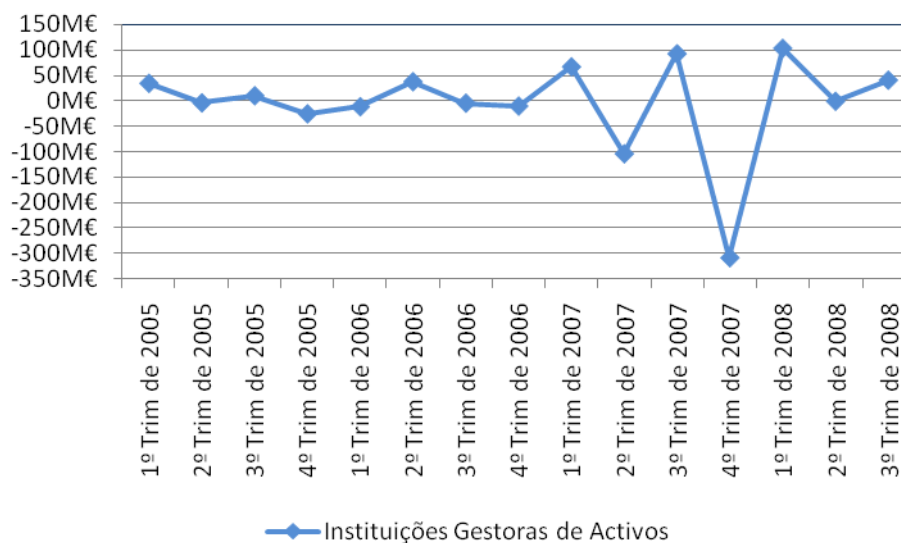
A designação «institucionais» abrange as ordens de entidades previstas nos números 1 e 2 do artigo 30.º do Código dos Valores Mobiliários, ou seja, sociedades comerciais, fundações, institutos e fundos públicos.

Por último, a categoria «investidores não institucionais» refere-se às ordens de todos os outros investidores não incluídos nas categorias anteriores.

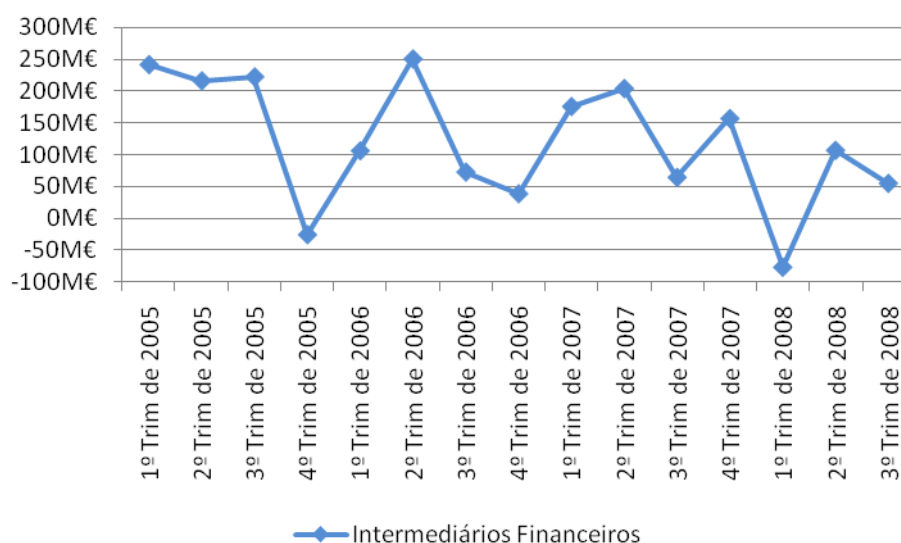
2.1.1 Investidores não residentes

O investimento líquido realizado pelas «instituições gestoras de activos» diminuiu acentuadamente no 4.º trimestre de 2007 (desinvestimento superior a 300 milhões de Euro). Esta acentuada diminuição não foi compensada pelos outros investidores não residentes pelo que, nos últimos dois anos, este foi o único trimestre em que as vendas de acções por não residentes superaram as respectivas compras. Já durante o ano de 2008, o investimento líquido das instituições gestoras de activos (não residentes) foi ligeiramente positivo (143 milhões de Euro no conjunto dos três trimestres de 2008), embora insuficiente para compensar a quebra ocorrida em 2007. Note-se, ainda, o aumento da volatilidade do comportamento deste tipo de investidores nos dois anos mais recentes.

A comparação destes dados com informação estatística da EFAMA permite obter conclusões interessantes. Com efeito, segundo aquela organização, o investimento líquido (valor das subscrições líquidas de resgates) efectuado em fundos de acções europeus atingiu os -22, -25 e -75 mil milhões de Euro no 3.º e 4.º trimestres de 2007 e no 1.º trimestre de 2008, respectivamente (idênticos valores para os fundos de acções dos EUA foram de +9, +35 e -24 mil milhões de Euro). Donde, parece ser de concluir que o mercado accionista português terá resistido à primeira vaga, ocorrida no 3.º trimestre de 2007, de rearranjo das carteiras dos fundos de acções europeus, mas não à segunda, apresentando alguma recuperação no início de 2008 (período em que se deu uma expressiva diminuição dos montantes aplicados em fundos de acções europeus e norte-americanos).

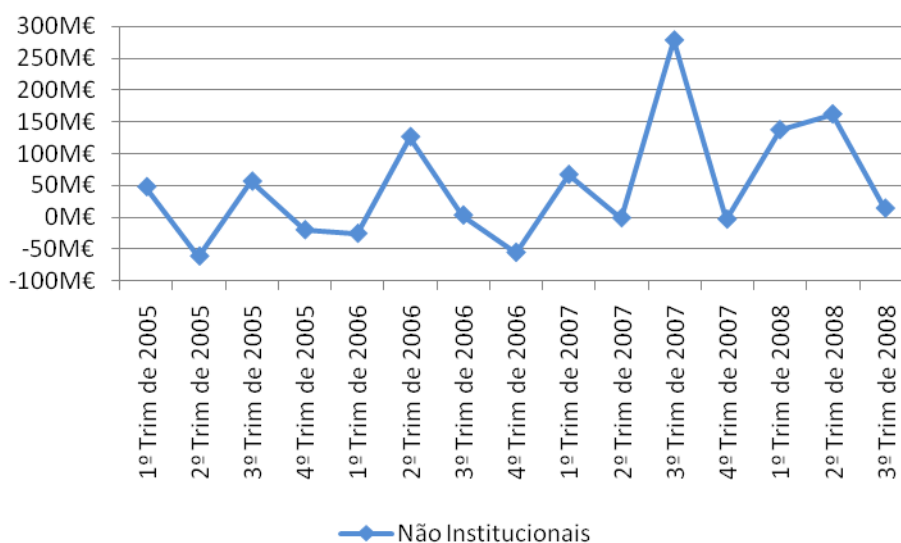
GRÁFICO 5 – Investimento líquido efectuado por não residentes: instituições gestoras de activos

Quanto aos «intermediários financeiros», o investimento líquido foi positivo em todos os trimestres, com excepção do 4º trimestre de 2005 e do 1º trimestre de 2008. No último trimestre de 2007, o investimento líquido foi de 156 milhões de Euro, o que mostra que o início da crise financeira não se repercutiu numa contracção imediata do investimento deste tipo de investidores não residentes. No entanto, em termos de evolução temporal, nota-se uma tendência negativa do investimento líquido dos intermediários financeiros que não é totalmente explicada pela diminuição dos preços das acções uma vez que aquela tendência é já anterior ao início da crise.

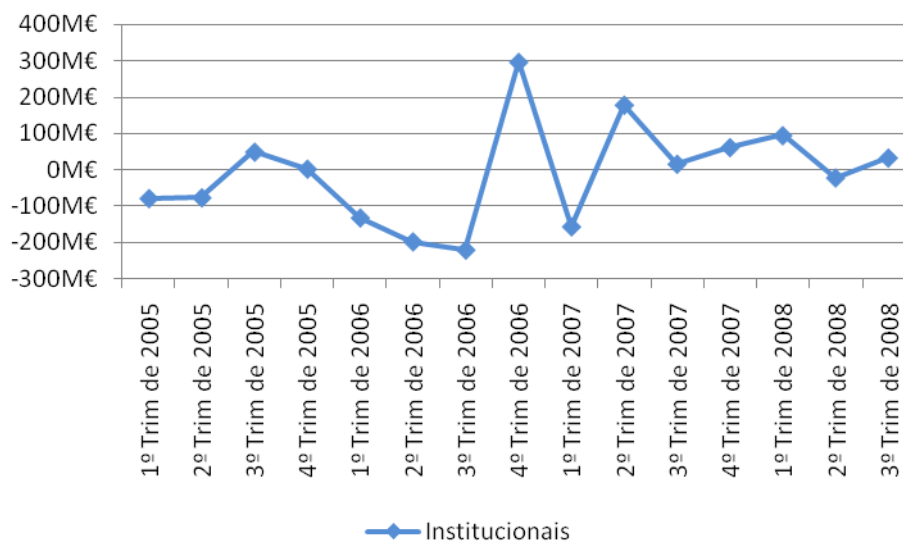
GRÁFICO 6 – Investimento líquido efectuado por não residentes: intermediários financeiros

Os «investidores não institucionais» reforçaram o seu investimento no mercado português. No 3º trimestre de 2007, o investimento líquido foi de 279 milhões de Euro. Nos trimestres seguintes o investimento líquido foi sempre não negativo. Contrariamente ao verificado para os intermediários financeiros não residentes, os investidores não institucionais apresentam uma tendência positiva para o investimento líquido em acções portuguesas, que parece não ter sido alterada pela crise financeira. Pode mesmo afirmar-se que, pelo menos durante alguns trimestres, estes investidores terão suportado o investimento dos não residentes no mercado accionista português.

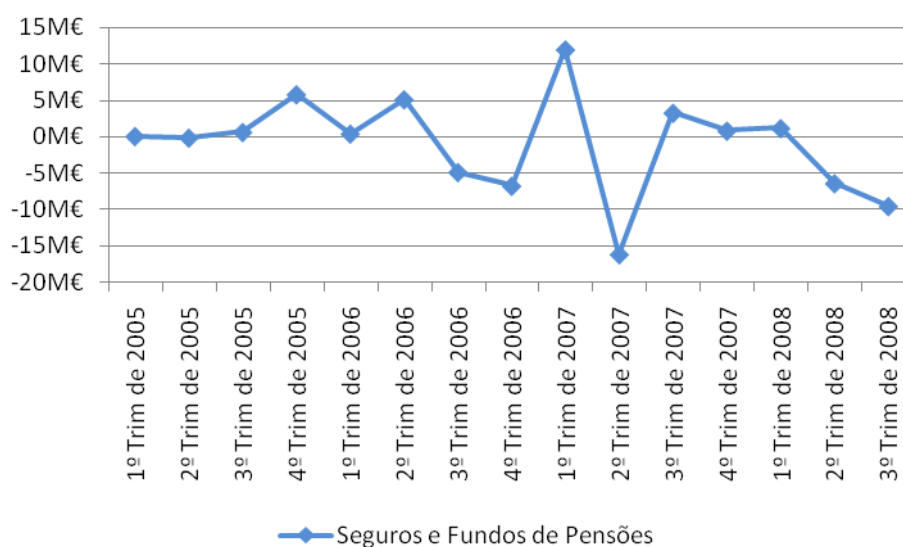
GRÁFICO 7 – Investimento líquido efectuado por não residentes: investidores não institucionais



A reacção dos «institucionais» não residentes após o início da crise financeira apenas foi negativa no 2º trimestre de 2008 (investimento líquido de -22 milhões de Euro). Nos restantes trimestres, o seu investimento líquido foi positivo (o investimento líquido agregado após o 3º trimestre de 2007 foi de 167 milhões de Euro).

GRÁFICO 8 – Investimento líquido efectuado por não residentes: investidores institucionais

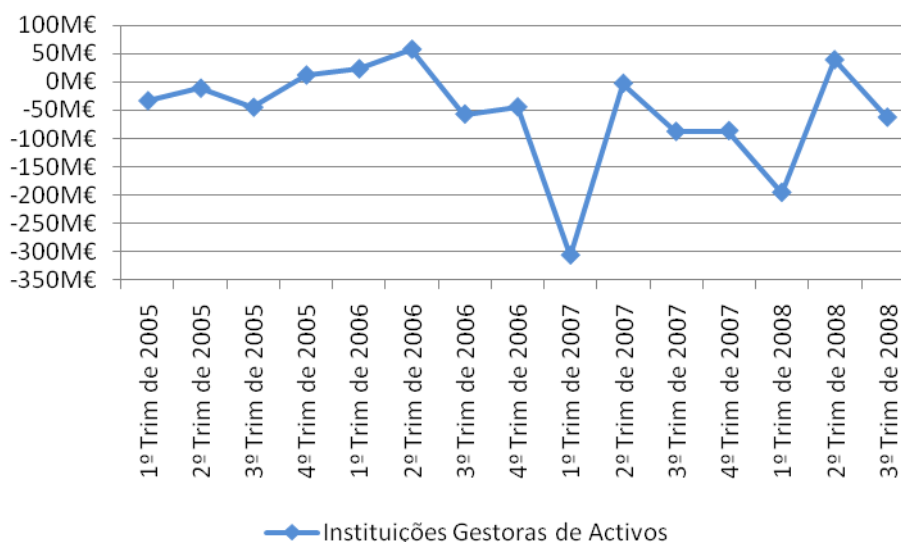
O investimento líquido das «sociedades de seguros e fundos de pensões» (não residentes) assumiu uma expressão residual. Não obstante, no conjunto dos investidores não residentes aqueles foram os que mais desinvestiram em termos relativos. Com efeito, os seguros e fundos de pensões apresentaram um desinvestimento líquido total de – 14 milhões de Euro após o 3º trimestre de 2007.

GRÁFICO 9 – Investimento líquido efectuado por não residentes: sociedades de seguros e fundos de pensões

2.1.2 Investidores Residentes

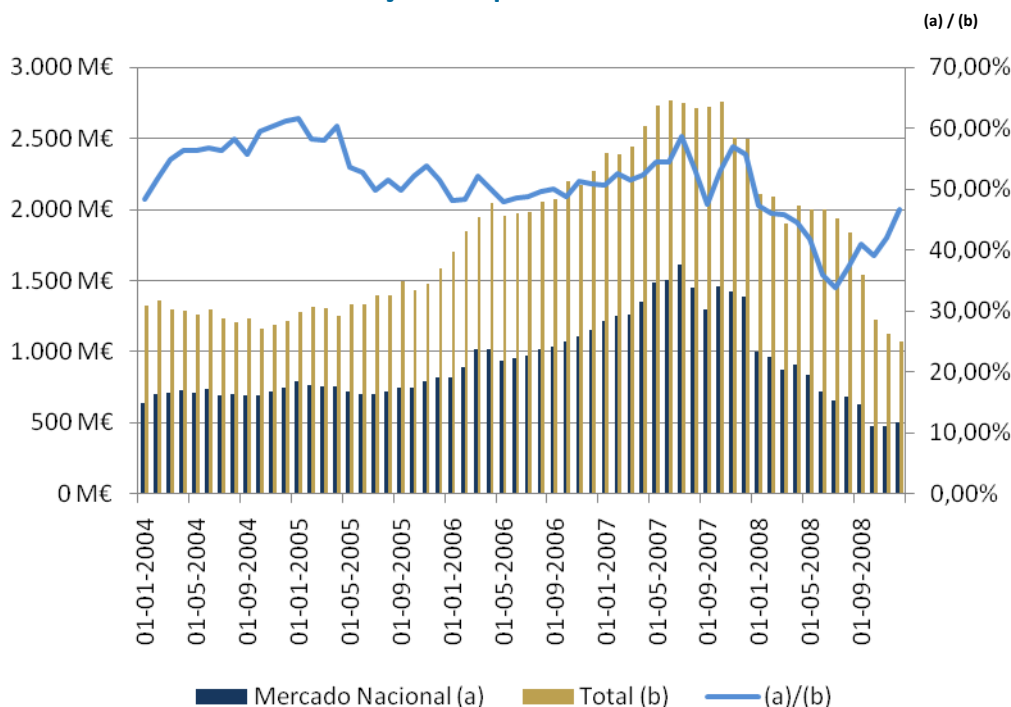
As «instituições gestoras de activos» residentes optaram por uma estratégia de desinvestimento nas acções cotadas do mercado português. O desinvestimento atingiu 393 milhões de Euro entre o 3º trimestre de 2007 e o 3º trimestre de 2008 (inclusive). No entanto, no 1º trimestre de 2007 o seu desinvestimento já havia sido de 307 milhões de Euro. Este elevado valor de desinvestimento no 1º trimestre de 2007 não se materializou numa redução do valor da carteira de acções nacionais dos fundos de investimento nacionais (ver Gráfico 11), pelo que não terá resultado do comportamento dos fundos de investimento nacionais. Assim, aquele desinvestimento poderá estar relacionado com a gestão individual de carteiras (que também está incluída nesta rubrica). O valor total desinvestido desde o início de 2007 ascende a 702 milhões de Euro.

GRÁFICO 10 – Investimento líquido efectuado por residentes: instituições gestoras de activos

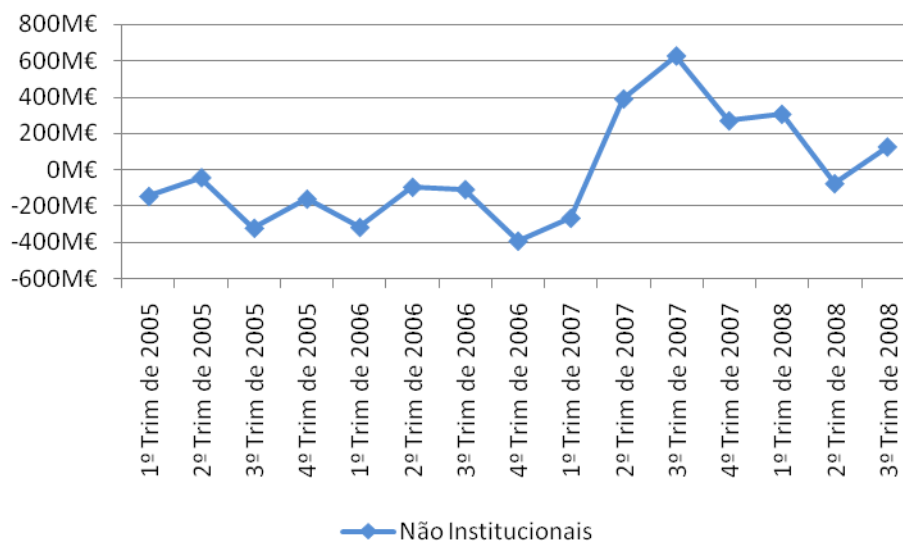


O gráfico seguinte mostra a afectação de recursos/carteira de investimento dos fundos nacionais, particularmente no que respeita à carteira de acções adquiridas no mercado nacional versus carteira de acções adquiridas em outros mercados. Constatou-se que o montante investido em acções (*stock*) tem vindo a cair desde o máximo obtido em Junho de 2007. Esta diminuição é em grande parte explicada pela queda do preço das acções, com o conseqüente efeito de diminuição do valor da carteira. O gráfico mostra ainda que a proporção de acções nacionais (face ao investimento total em acções) caiu de 58% em Maio de 2007 para 33% em Julho de 2008, tendo vindo a evidenciar alguma recuperação no segundo semestre de 2008. A diminuição do peso das acções nacionais na carteira de acções dos fundos resulta do efeito conjugado da maior queda do preço das acções nacionais em relação ao preço das acções estrangeiras e do desinvestimento nas acções cotadas na *Euronext Lisbon*.

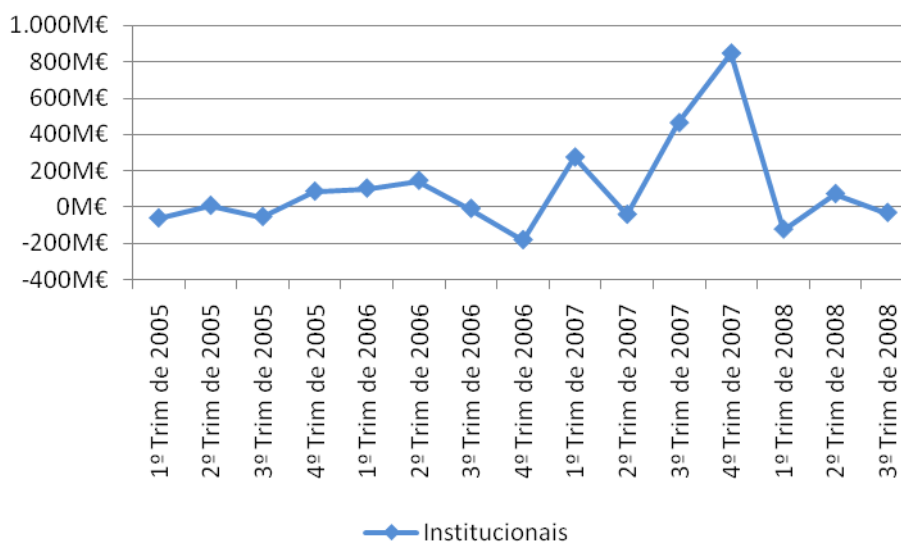
GRÁFICO 11 – Afecção de recursos por parte dos fundos nacionais: ações adquiridas no mercado nacional *versus* ações adquiridas em outros mercados



O investimento líquido gerado pelos «investidores não institucionais» residentes após o início da crise foi avultado. Com efeito, esse investimento líquido foi sempre negativo até ao 1º trimestre de 2007, invertendo para valores em geral positivos após o 2º trimestre daquele ano. Assim, o investimento líquido total entre o 3º trimestre de 2007 e o 3º trimestre de 2008 (inclusive) foi de 1.240 milhões de Euro. Apenas no 2º trimestre de 2008 se presenciou um investimento líquido negativo por parte dos investidores não institucionais (-78 milhões de Euro). Por outras palavras, o facto de o investimento líquido de residentes ter sido negativo nos três primeiros trimestres de 2008 não pode ser atribuído aos investidores não institucionais.

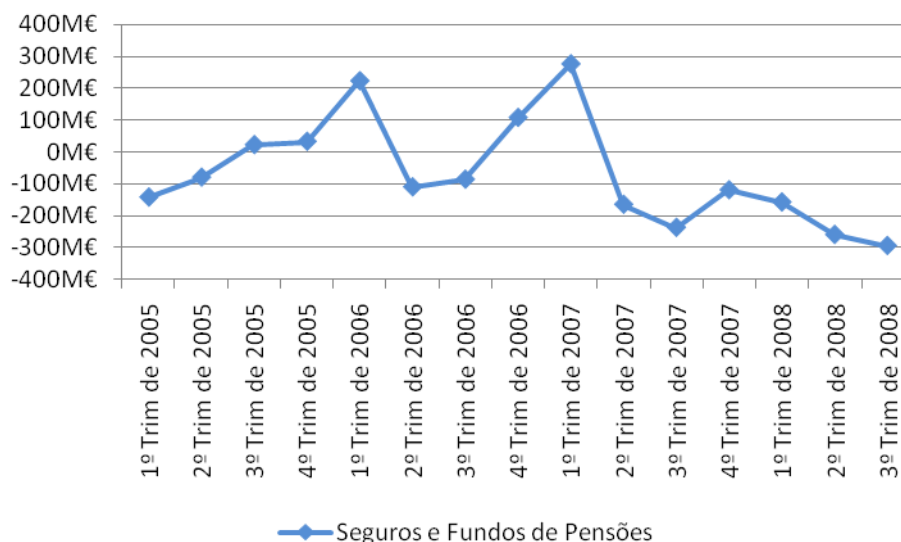
GRÁFICO 12 – Investimento líquido efectuado por residentes: investidores não institucionais

O valor gerado pelas ordens dos «institucionais» residentes cresceu significativamente em 2007, particularmente no 2º semestre, traduzindo-se em investimento líquido positivo em três dos 4 trimestres do ano. O comportamento destes investidores, aliado ao dos investidores não institucionais, contribuiu para amortecer o impacto da crise financeira internacional na segunda metade de 2007. Contudo, esse efeito já não se fez sentir em 2008, já que se assistiu a um desinvestimento líquido por parte dos institucionais residentes (da ordem dos -80 milhões de Euro nos primeiros 9 meses do ano).

GRÁFICO 13 – Investimento líquido efectuado por residentes: investidores institucionais

Entre as diferentes tipologias de investidor, as «sociedades de seguros e fundos de pensões» residentes apresentam o maior nível de desinvestimento, que ascendeu a 1.070 milhões de Euro entre o 3º trimestre de 2007 e o 3º trimestre de 2008 (inclusive), sendo os valores progressivamente mais elevados.

GRÁFICO 14 – Investimento líquido efectuado por residentes: sociedades de seguros e fundos de pensões



Relativamente à afectação de recursos por parte dos fundos de pensões residentes constata-se – recorrendo a dados do ISP - a diminuição da importância do valor agregado das acções nacionais detidas por estes organismos quando comparado com o valor agregado das acções estrangeiras. Essa redução foi particularmente forte em 2007, tendo-se acentuado em 2008. Já a carteira de acções dos seguros e *unit link* era composta por 33,1% de acções nacionais em Setembro de 2008. Trata-se do valor mais baixo dos últimos quatro anos, à semelhança do que já acontecia na carteira dos fundos de pensões. Comparando os três tipos de organismos de investimento, são os fundos de pensões aqueles que historicamente apresentam uma proporção superior de acções nacionais, seguido dos fundos de investimento.

TABELA 1 – Afectação de recursos por parte de seguros, fundos de pensões e fundos de investimento: carteira de acções nacionais versus carteira total de acções (a 31 de Dezembro)

	2008	2007	2006	2005
<i>Fundos de Pensões*</i>	51,8%	57,1%	68,0%	66,2%
<i>Seguros e Unit Link*</i>	33,1%	37,4%	33,7%	40,9%
<i>Fundos de Investimento</i>	46,8%	55,8%	51,0%	51,6%

* Fonte: ISP; os dados de 2008 referem-se a Setembro.

2.2 Síntese Conclusiva

Os dados reportados à CMVM pelos intermediários financeiros nacionais permitem concluir pela existência, durante o período da crise financeira, de investimentos avultados de institucionais e não institucionais residentes e de desinvestimento por parte de sociedades de seguros, fundos de pensões e instituições gestoras de activos. Isto significa que, nos três primeiros trimestres de 2008, entre os investidores residentes os não institucionais confiaram mais intensamente na recuperação dos preços das acções nacionais uma vez que foram aqueles investidores que apresentaram um investimento líquido positivo, ou terão sido aqueles que sofreram menores choques de liquidez e por isso terão tido menor necessidade de alienar acções. As sociedades de seguros e os fundos de pensões residentes foram aqueles que mais intensamente procederam a uma reafecção das respectivas carteiras, realizando avultados desinvestimentos durante 2008 (-713 milhões de Euro nos três primeiros trimestres do ano).

TABELA 2 – Investimento líquido entre o 3º trimestre de 2007 e o 3º trimestre de 2008 (inclusive)

	Instituições Gestoras de Activos	Intermediários Financeiros	Não Institucionais	Institucionais	Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões
Residentes	-393	-	1.240	1.233	-1.070
Não Residentes	-72	304	589	183	-11

Obs: Em milhões de Euro

Por outro lado, constata-se que os avultados investimentos de institucionais e não institucionais residentes se concentraram nos últimos dois trimestres de 2007 (1.313 milhões de Euro de institucionais residentes e 891 milhões de Euro de investidores não institucionais residentes).

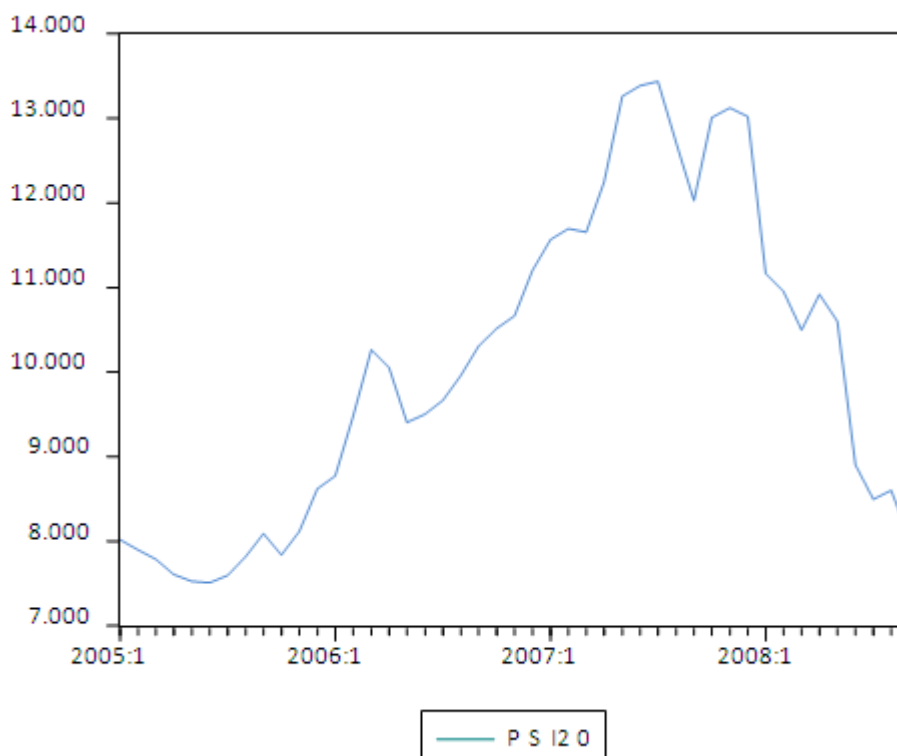
TABELA 3 – Investimento líquido nos dois últimos trimestres de 2007

	Instituições Gestoras de Activos	Intermediários Financeiros	Não Institucionais	Institucionais	Sociedades de Seguros e Fundos de Pensões
Residentes	-174	-	891	1.313	-357
Não Residentes	-215	220	275	77	4

Obs: Em milhões de Euro

O índice PSI-20 manteve-se acima dos 13.000 pontos até ao final de 2007², o que significa que quer os institucionais residentes quer os investidores não institucionais residentes adquiriram as suas posições accionistas numa altura em que o valor de mercado das empresas estava acima dos preços que vieram a ser negociados em 2008. Estes investidores poderão sofrer, em geral, perdas muito significativas em virtude dos actuais baixos preços das acções se forem confrontados com a necessidade de se desfazer das respectivas posições accionistas.

GRÁFICO 15 – Evolução do índice PSI-20



² Em 30 de Setembro de 2008 o PSI-20 cotava a 8.033,23.

3. O PESO DOS INVESTIDORES NÃO RESIDENTES E A EVOLUÇÃO DO ÍNDICE PSI-20

Neste capítulo pretende-se encontrar resposta para a terceira das questões formuladas no capítulo introdutório, ou seja, procura-se averiguar se existe alguma relação entre a evolução do índice PSI-20 e o investimento dos investidores não residentes.

A associação estatística entre os retornos do índice PSI-20 e o investimento dos investidores não residentes poderá ser medida através do coeficiente de correlação entre estas variáveis. Contudo, numa primeira fase é necessário definir uma *proxy* para a variável investimento líquido dos investidores não residentes. Com efeito, como anteriormente explicitado, a informação estatística sobre as compras/vendas dos investidores não residentes não está disponível na base de dados da CMVM.

Nos capítulos anteriores utilizou-se uma sub-amostra correspondente ao volume de negócios gerado pelas ordens transmitidas por não residentes a intermediários financeiros registados na CMVM (**Abordagem 1**). Tal implica excluir as ordens recebidas pelos intermediários financeiros em LPS. A qualidade dos resultados obtidos irá depender da neutralidade dos negócios realizados por estes intermediários. Por outras palavras, os resultados serão tanto mais fiáveis quanto mais se aproximar de zero o investimento líquido efectuado por não residentes através desses intermediários em LPS, ou quanto mais o perfil de intervenção destes investidores se aproxime do dos demais.

Tendo em vista a análise da robustez dos resultados obtidos será utilizada uma definição alternativa para as compras/vendas dos investidores não residentes. Assim, definiu-se compras/vendas dos investidores não residentes como a diferença entre o valor total das acções negociadas na *Euronext Lisbon* e o valor das transacções de residentes reportado pelos intermediários financeiros registados na CMVM (**Abordagem 2**). Neste caso, estaremos implicitamente a assumir que os investidores residentes não negociam através de intermediários financeiros a actuar remotamente no mercado português, pelo que todas as ordens recebidas pelos membros remotos são provenientes de investidores não residentes.

A partir do valor das compras e das vendas de investidores não residentes (dadas por cada uma das abordagens) foram criadas duas variáveis alternativas para medir o co-movimento entre o investimento de não residentes e a evolução do PSI-20, com a intenção de analisar a robustez dos resultados:

- INVNRES - Investimento líquido de não residentes (diferença entre as compras e as vendas de não residentes);
- LOG(RATIO) - Logaritmo do rácio entre as compras de não residentes e as vendas de não residentes.

Os principais resultados obtidos são aqueles que se sintetizam nos parágrafos que se seguem:

1. No período Janeiro de 2005/Setembro de 2008, o investimento líquido de não residentes (medido pela diferença entre as compras e as vendas) e o desfasamento do retorno do PSI-20 apresentam uma correlação moderada (valor mais elevado: -0,215 pela Abordagem 1 e -0,312 pela Abordagem 2). Pelo contrário, a correlação contemporânea entre as variáveis é baixa, da ordem dos 0,121/0,124 em ambas as abordagens. Assim, parece ser de concluir que se assistiu a um reforço do investimento de não residentes nos meses subsequentes a quedas do PSI-20 e a um desinvestimento de não residentes nos meses posteriores a subidas do PSI-20. Esta associação é válida para toda a amostra, ou seja, antes e após a crise financeira.

TABELA 4 – Correlação entre os retornos do PSI-20 e o investimento líquido de não residentes

Período Amostral: 01/2005 a 09/2008 (dados mensais)				
i	Abordagem 1		Abordagem 2	
	RPSI, INVNRES(-i)	RPSI, INVNRES(+i)	RPSI, INVNRES(-i)	RPSI, INVNRES(+i)
0	0.1213	0.1213	0.1238	0.1238
1	-0.1200	-0.2154	0.1767	-0.3119
2	-0.0808	0.0685	0.2006	-0.1567
3	-0.1102	-0.0506	-0.0208	-0.0773
4	0.0187	-0.0200	0.1627	-0.0731
5	0.0382	0.0155	0.1149	-0.0205

Adicionalmente, efectuou-se o teste de causalidade de Granger entre as variáveis referidas³. Este teste permite inferir quanto à relevância estatística da relação entre os desfasamentos do retorno do PSI-20 e os do investimento líquido de não residentes. Os resultados reportados na Tabela 5 permitem concluir pela não rejeição da hipótese de que o investimento de não residentes não influencia o retorno do PSI-20, qualquer que seja a abordagem considerada.

TABELA 5 – Teste de causalidade à Granger entre o investimento líquido de não residentes e o retorno do PSI-20 (amostra completa)

Período amostral: 01/2005 a 09/2008 (dados mensais)					
Hipótese Nula:	Obs	Abordagem 1		Abordagem 2	
		F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.
INVNRES não causa RPSI	42	0,90047	0,41510	0,53660	0,58922
RPSI não causa INVNRES	42	1,71456	0,19404	3,57233	0,03815

Obs: Usados 2 períodos de desfasamento

³ Estas variáveis são estacionárias para a totalidade do período amostral.

No entanto existe evidência de que o inverso não se verifica. Pode, assim, afirmar-se, pelo menos pela abordagem 2, que o investimento líquido de não residentes é influenciado pelos valores desfasados do retorno do PSI-20, pelo que os retornos deste índice causam (no sentido de Granger) alterações no comportamento dos investidores não residentes.

Todavia, não é de excluir que o impacto da crise tenha originado uma quebra de estrutura nos dados tornando inválida a inferência estatística obtida através do teste F (teste de Granger). Assim, realizou-se o mesmo teste apenas para o período pós Agosto de 2007 tendo-se chegado aos resultados reportados na Tabela 6.

TABELA 6 – Teste de causalidade à Granger entre o investimento líquido de não residentes e o retorno do PSI-20 (período pós Agosto de 2007)

Período amostral: 08/2007 a 09/2008 (dados mensais)

Hipótese Nula:	Obs	Abordagem 1		Abordagem 2	
		F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.
INVNRES não causa RPSI	14	0.00142	0.97057	3.0E-05	0.99571
RPSI não causa INVNRES		1.45347	0.25327	3.95735	0.07211

Obs: Usado 1 períodos de desfasamento

Apesar de os resultados serem influenciados pelo reduzido número de observações (e consequentemente de graus de liberdade), o teste de causalidade à Granger confirma os resultados anteriormente obtidos, embora para um nível de significância mais elevado (10%).

Em suma, a evidência empírica não suporta a tese de que o investimento líquido de não residentes provoque alterações no retorno do PSI-20, antes e após o início da crise financeira. Pelo contrário, os dados utilizados na abordagem 2 apontam para a existência de uma ligação oposta, com os retornos do PSI-20 a provocar alterações no investimento líquido dos não residentes. Isto pode indicar que o *timing* das operações dos investidores não residentes foi em geral acertado, isto é, compras (vendas) de títulos nacionais após quedas (subidas) do índice PSI-20.

2. A utilização do logaritmo do rácio entre as compras e vendas de não residentes (em vez da diferença entre as compras e as vendas) não provoca alterações relevantes nos resultados. Assim, a correlação contemporânea entre o logaritmo daquele rácio e o retorno do PSI-20 é relativamente baixa (0,144 na abordagem 1 e 0,181 na abordagem 2). Já a correlação com o desfasamento do

retorno do PSI-20 é mais elevada (-0,244 pela Abordagem 1 e -0,278 pela Abordagem 2). Os resultados sugerem que se assistiu a um reforço do investimento de não residentes no mês seguinte à ocorrência de quedas do PSI-20 e a um desinvestimento de não residentes após se terem verificado subidas do PSI-20.

TABELA 7 – Correlação entre os retornos do PSI-20 e o logaritmo do rácio entre as compras e as vendas de não residentes

Período Amostral: 01/2005 a 09/2008 (dados mensais)

i	Abordagem 1		Abordagem 2	
	RPSI, LOG(RATIO)(-i)	RPSI, LOG(RATIO)(+i)	RPSI, LOG(RATIO)(-i)	RPSI, LOG(RATIO)(+i)
0	0.1438	0.1438	0.1809	0.1809
1	-0.1084	-0.2442	0.1794	-0.2779
2	-0.1201	-0.0119	0.1033	-0.2333
3	-0.1389	-0.0658	-0.0243	-0.0708
4	0.0106	-0.0440	0.1587	-0.1265
5	0.0636	-0.0215	0.1484	-0.0557

Os resultados do teste de causalidade de Granger são em tudo semelhantes aos anteriormente obtidos, com um ligeiro aumento do nível de significância para os 10% (ver Tabela 8).

TABELA 8 – Teste de causalidade à Granger entre os retornos do PSI-20 e o logaritmo do rácio entre as compras e as vendas de não residentes

Período Amostral: 01/2005 a 09/2008 (dados mensais)

Hipótese Nula:	Obs	Abordagem 1		Abordagem 2	
		F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.
LOG(RATIO) não causa RPSI	42	1.30239	0.28405	0.30743	0.73719
RPSI não causa LOG(RATIO)	42	1.62803	0.21006	3.02813	0.06054

Obs: Usados 2 períodos de desfasamento

Porém, não é de excluir uma possível quebra de estrutura nos dados após Agosto de 2007 (como resultado do início da crise) tornando inválida a inferência estatística obtida através do teste F (teste de Granger). Assim, realizou-se o mesmo teste apenas para o período pós Agosto de 2007 tendo-se chegado aos resultados que constam da Tabela 9.

TABELA 9 – Teste de causalidade à Granger entre os retornos do PSI-20 e o logaritmo do rácio entre as compras e as vendas de não residentes (período pós Agosto de 2007)

Período Amostral: 08/2007 a 09/2008 (dados mensais)

Hipótese Nula:	Obs	Abordagem 1		Abordagem 2	
		F-Stat.	Prob.	F-Stat.	Prob.
LOG(RATIO) não causa RPSI	14	0.00509	0.94443	4.7E-05	0.99464
RPSI não causa LOG(RATIO)	14	1.09434	0.31795	2.73084	0.12665

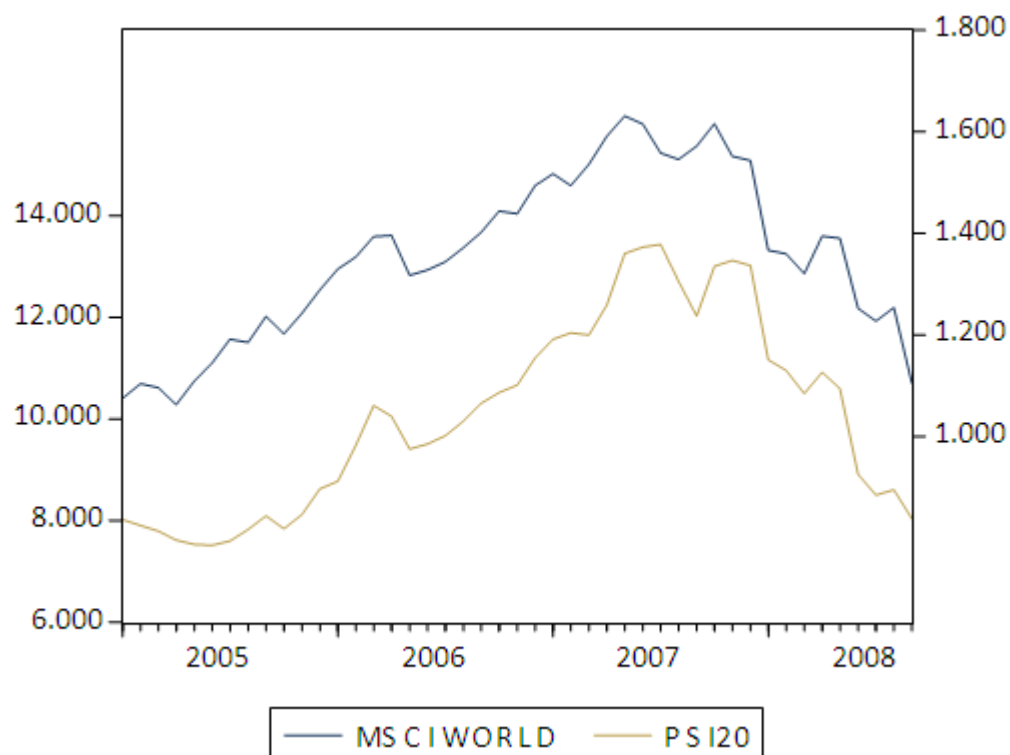
Obs: Usado 1 períodos de defasamento

O teste de Granger mostra que a correlação entre o defasamento do retorno do PSI-20 e o investimento líquido de não residentes obtido pela abordagem 2 não é agora relevante a um nível de significância estatística de 10%. Atente-se no entanto ao baixo número de observações (e consequentemente de graus de liberdade) que influenciam os resultados obtidos.

Em síntese, a utilização da variável logaritmo do rácio entre as compras e as vendas de não residentes ao invés do investimento líquido de não residentes não conduz a grandes alterações nas conclusões obtidas. Não obstante, neste caso não se observa uma relação estatisticamente significativa entre o defasamento do retorno do PSI-20 e o investimento de não residentes (obtido na abordagem 2), embora tal possa ser imputado à existência de um número escasso de observações. Assim, podemos concluir que não existe evidência de que o investimento de não residentes em acções nacionais provoque alterações nos retornos do Índice PSI-20. No entanto, existem alguns sinais, embora não muito fortes, de que os investidores não residentes reagem a alterações daquele índice, comprando acções nacionais posteriormente a quedas do índice e vendendo-as após o índice ter aumentado.

3. A inexistência de uma forte correlação contemporânea entre o investimento de não residentes e o desempenho do Índice PSI-20 pode estar associada à forte correlação do índice português com os mercados internacionais. Com efeito, existe um co-movimento bastante forte entre o índice PSI-20 e os índices internacionais. A título de exemplo, a correlação entre os retornos mensais do MSCI World e os retornos mensais do PSI-20 é de 0,78 no período estudado⁴.

⁴ Entre Jan-2005 e Set-2008, para dados em final de mês.

GRÁFICO 16 – Evolução do índice PSI-20 e do índice MSCI World

4. CONCLUSÕES

As principais conclusões deste estudo são as seguintes:

- A crise financeira internacional provocou alterações do comportamento dos investidores no mercado accionista português. A partir de Agosto de 2007 verificou-se um investimento líquido avultado em acções nacionais por parte de institucionais e não institucionais residentes e um forte desinvestimento por parte de seguros e fundos de pensões (e gestão de activos) residentes.
- Não existe evidência de uma pressão vendedora intensa por parte dos investidores não residentes. Pelo contrário, o seu investimento líquido foi globalmente positivo após o início da crise.
- Constatou-se que foi no segundo semestre de 2007 que se efectuaram a maioria dos investimentos realizados pelos institucionais residentes (1.313 milhões de Euro) e investidores não institucionais residentes (891 milhões de Euro). Por outro lado, em 2008 registou-se um forte desinvestimento por parte de seguros e fundos de pensões residentes.
- O índice PSI-20 não desceu dos 13.000 pontos até ao final de 2007. Quer os institucionais residentes quer os investidores não institucionais residentes adquiriram as suas posições numa altura em que as cotações das acções nacionais eram bastante superiores aos preços negociados durante o ano de 2008. Estes investidores poderão sofrer, em geral, perdas muito significativas em virtude dos actuais baixos preços das acções se forem confrontados com a necessidade de se desfazer das respectivas posições accionistas. Recorde-se que a queda do PSI-20 entre 31 de Dezembro de-2007 e 30 de Setembro de-2008 foi de 47,7%.
- Em relação à possibilidade de existência de um co-movimento entre o investimento dos investidores não residentes e os retornos do índice PSI-20, os resultados obtidos apontam para uma fraca correlação contemporânea entre as variáveis, não existindo evidência de que o comportamento dos investidores não residentes tenha provocado um impacto estatisticamente significativo sobre os retornos do índice PSI-20.
- No entanto, o estudo da correlação entre o investimento dos investidores não residentes e o desfasamento dos retornos do índice PSI-20 indicia a existência de um *timing* das operações de investidores bastante acertado, aumentando as suas vendas após terem ocorrido subidas do índice PSI-20 e aumentando as compras após se terem verificado quedas daquele índice. Por outras palavras, a evidência estatística não valida a hipótese de existência de uma pressão vendedora intensa nos meses em que o índice PSI-20 está em queda. Pelo contrário, constata-se a existência de um *timing* adequado por parte dos investidores não residentes, “comprando em baixa e vendendo em alta”.

Numa síntese final e visando dar resposta às perguntas inicialmente formuladas, pode afirmar-se que apesar de o comportamento dos investidores residentes e não residentes ter sido diferente durante a crise financeira, não existe evidência de ter ocorrido uma “fuga” de investimento estrangeiro do mercado accionista português. Também não existe evidência de que o comportamento dos investidores não residentes tenha provocado a queda do índice PSI-20.



ANEXO

EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA IMPORTÂNCIA DOS INVESTIDORES NÃO RESIDENTES NA EURONEXT LISBON

GRÁFICO 17 – Peso do valor das ordens dos investidores não residentes na Euronext Lisbon (ações)

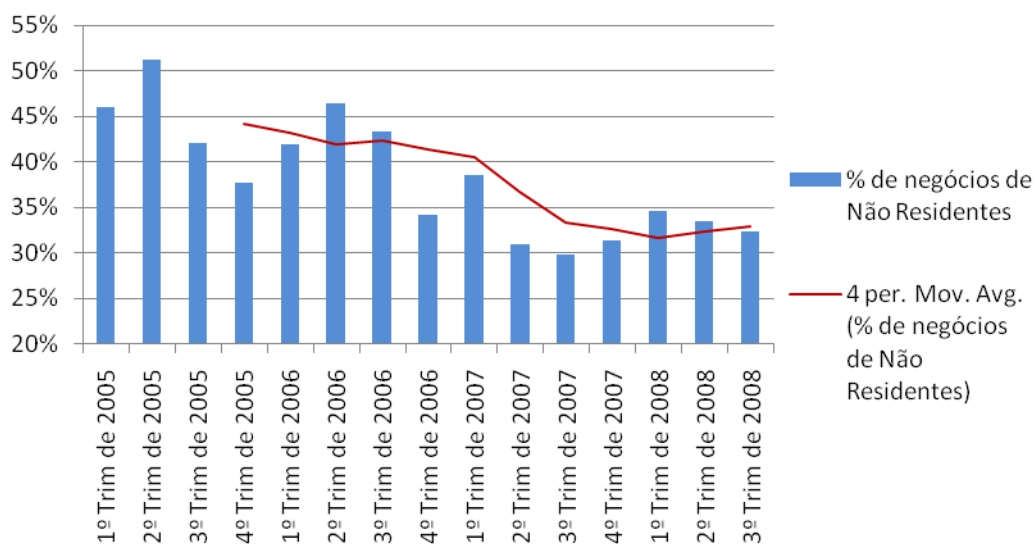


GRÁFICO 18 – Valor das ordens (em ações) negociadas na Euronext Lisbon, de acordo com a residência do investidor

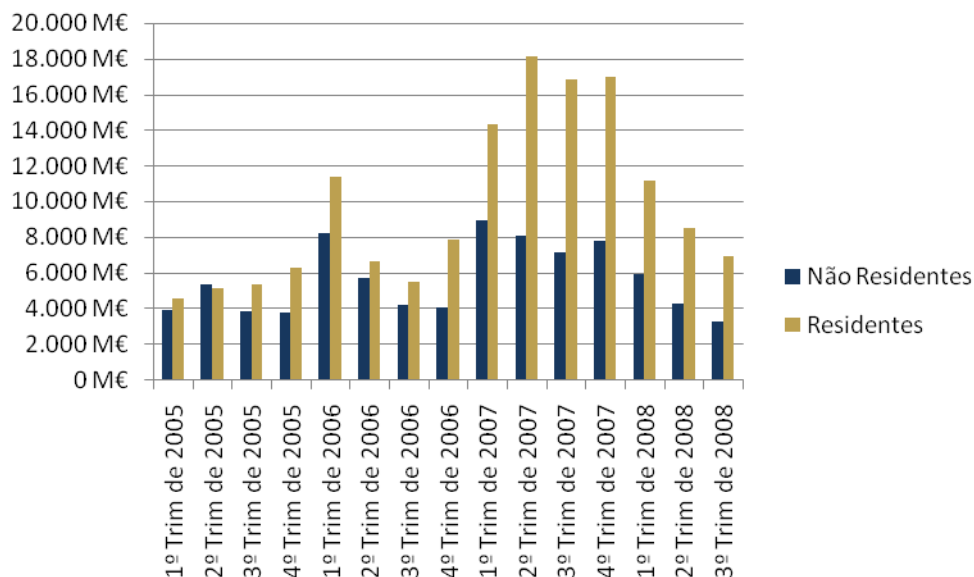


GRÁFICO 19 – Peso do valor gerado pelas ordens dos investidores não residentes, de acordo com a tipologia de investidor

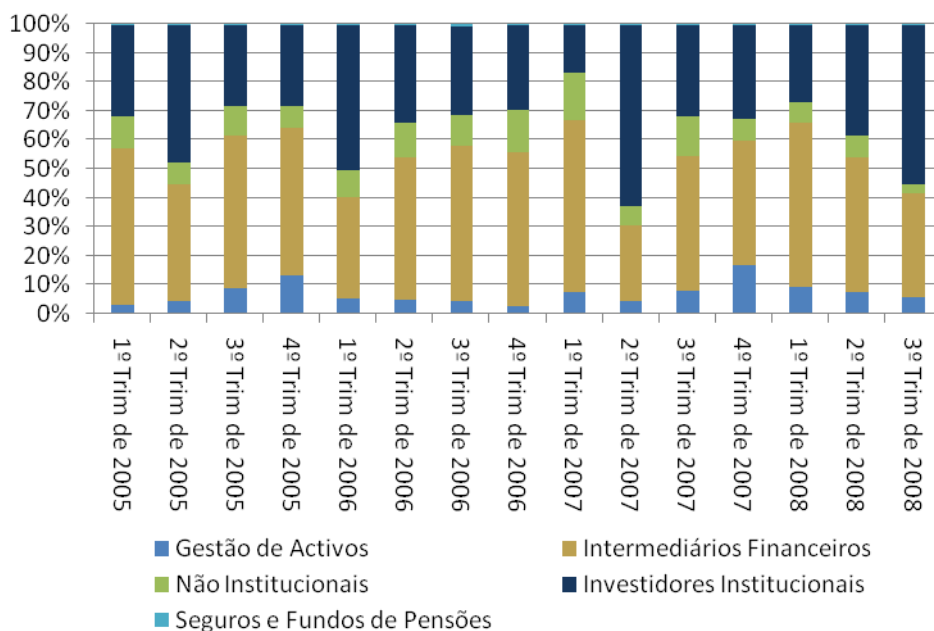


GRÁFICO 20 – Valor gerado pelas ordens dos investidores não residentes, de acordo com a tipologia de investidor

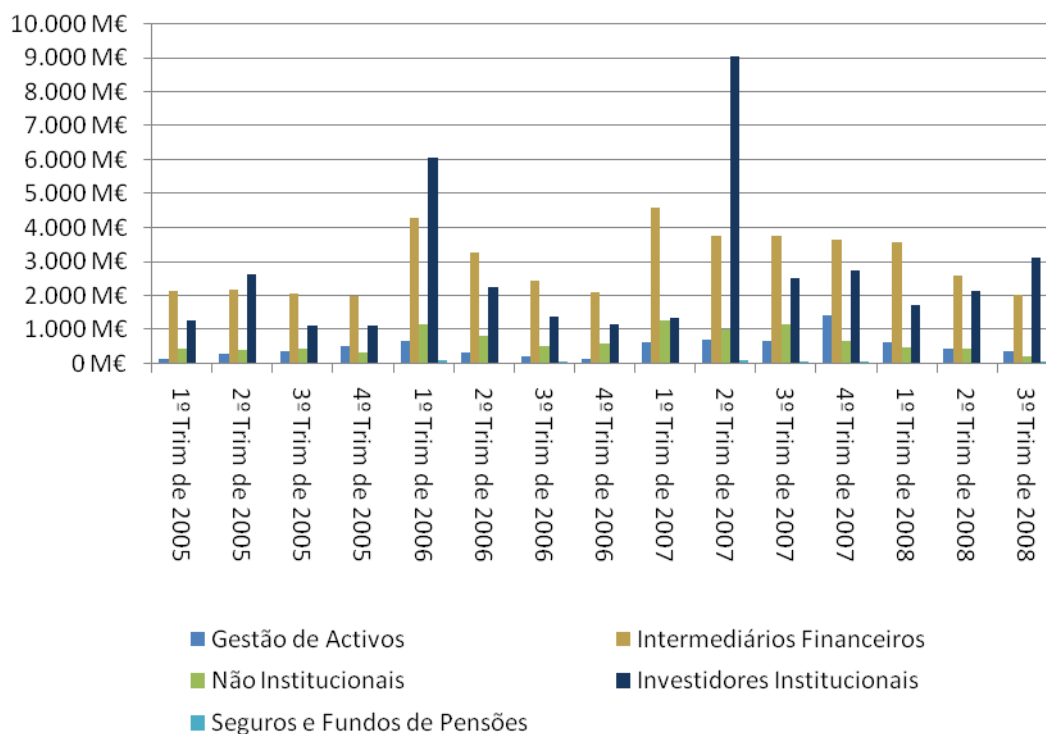


GRÁFICO 21 – Peso do valor gerado pelas ordens dos investidores residentes, de acordo com a tipologia de investidor

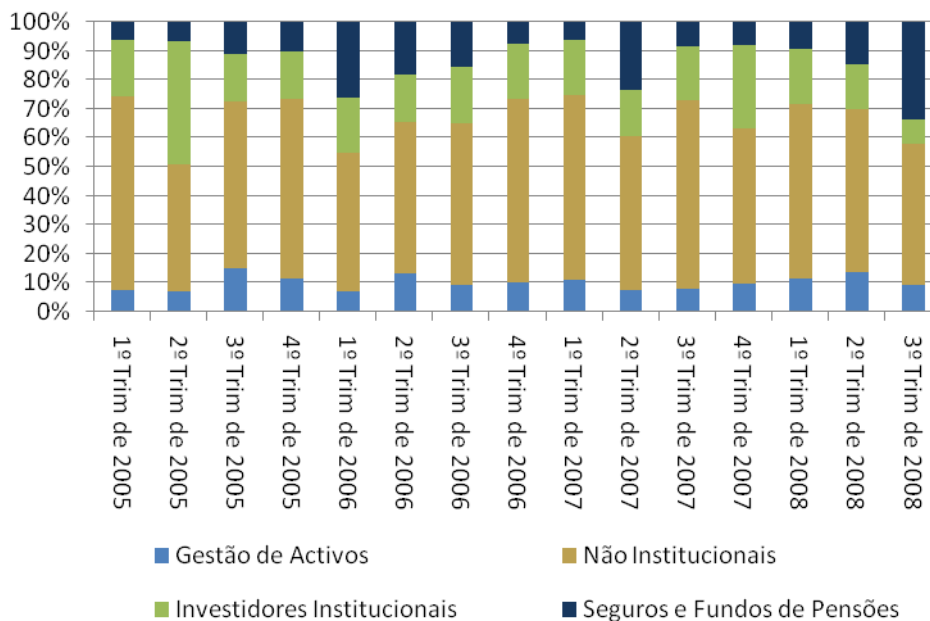
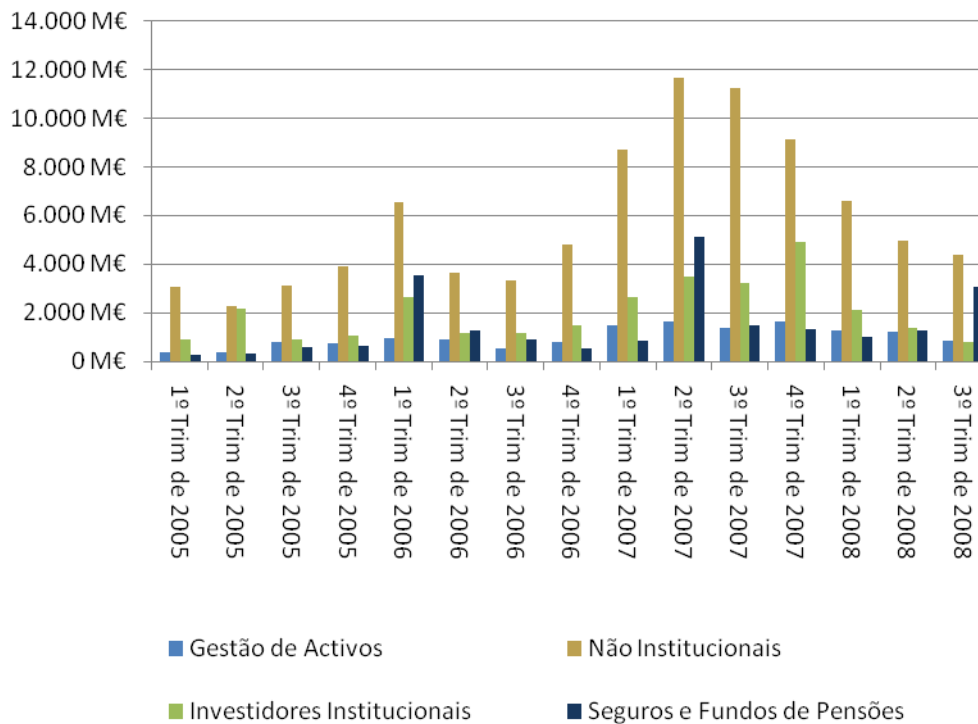


GRÁFICO 22 – Valor gerado pelas ordens dos investidores residentes, de acordo com a tipologia de investidor





ESTUDOS CMVM

N.º 1 2009

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Av. Liberdade n.º 252
1056-801 LISBOA
E-mail: cmvm@cmvm.pt
Telefone: (+351) 213 177 000
Fax: (+351) 213 537 077
www.cmvm.pt