

## 5 CONCLUSÃO

Neste estudo foi analisado se no mercado brasileiro existe relação intertemporal entre os retornos esperados e o *Value at Risk*, ou seja, se esta conhecida medida de *downside risk* pode ser usada para explicar nosso retorno em excesso de mercado. O VaR é estimado de forma paramétrica e não paramétrica com base em janelas de dados que cobrem períodos de um a seis meses.

Os resultados mostram que, entre junho/1994 e junho/2012, no mercado nacional essa relação é levemente positiva ou negativa no caso do VaR estimado não parametricamente, mas nunca significativa. Já quando o VaR é obtido parametricamente a relação entre risco e retorno se mostra sempre negativa, mas também não significativa.

Esses resultados divergem do arcabouço teórico da economia financeira, pelo qual os investidores demandam maiores retornos para assumirem maiores riscos, ficando clara a necessidade de haver sempre uma relação positiva entre risco e retorno. Os resultados também são dissonantes dos empiricamente encontrados para o mercado norte-americano.

A explicação mais perceptível para os resultados no mercado brasileiro é que das 217 observações mensais do retorno de mercado utilizadas nas regressões 114 apresentam valores negativos, levando a média mensal da variável dependente a ser de -1,34%. As causas disto foram a combinação das altas taxas de juros dos títulos sem risco no Brasil até recentemente e o mau desempenho da Bovespa em diversos períodos cobertos pelo intervalo da pesquisa.

Tudo indica que à medida que o país se transforme numa economia mais madura, com taxa básica de juros próxima da realidade internacional e um mercado acionário mais resiliente aos choques externos e às turbulências políticas, os prêmios de risco negativos mensais serão mais raros e um modelo similar ao desenvolvido neste trabalho tende a chegar a resultados mais próximos dos esperados teoricamente e obtidos empiricamente em mercados mais desenvolvidos. Essa percepção é reforçada quando se observa que ao se executar

regressões para um período mais recente (jan/2010 a jul/2012) e frequência diária para a variável dependente se encontra uma relação positiva e significativa a 5% ou 10% entre o VaR paramétrico e os retornos em excesso de mercado.

Portanto, fica como sugestão a realização de estudos similares a este daqui a alguns anos utilizando um período onde a média da taxa básica de juros seja menor (apenas um dígito, por exemplo) e seja possível montar uma longa série temporal dos retornos mensais de mercado sem pontos de ruptura. Essas eventuais novas análises também poderiam aprofundar a sofisticação na estimação do VaR paramétrico. Uma das alternativas seria utilizar distribuições teóricas um pouco mais complexas, como a *t* de student modificada por Hansen (1994) para capturar a assimetria e o excesso de curtose.