

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

LEONARDO DE LANA

RISCO POLÍTICO, DE MERCADO E RECESSÃO: UMA ANÁLISE DOS
EFEITOS SOBRE O RETORNO DE AÇÕES BRASILEIRAS

MARIANA

2026

LEONARDO DE LANA

RISCO POLÍTICO, DE MERCADO E RECESSÃO: UMA ANÁLISE DOS
EFEITOS SOBRE O RETORNO DE AÇÕES BRASILEIRAS

Monografia apresentada ao Curso de
Administração da Universidade Federal de
Ouro Preto como requisito para obtenção do
título de bacharel em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Simone Evangelista
Fonseca

MARIANA

2026

SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

L243r Lana, Leonardo De.

Risco político, de mercado e recessão [manuscrito]: uma análise dos efeitos sobre o retorno de ações brasileiras. / Leonardo De Lana. - 2026. 37 f.: il.: gráf., tab..

Orientadora: Profa. Dra. Simone Evangelista Fonseca.

Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Administração .

1. Administração de risco financeiro - Brasil. 2. Economia do mercado - Brasil. 3. Mercado de ações - Previsão. 4. Recessão (Economia) - Brasil. 5. Retorno sobre patrimônio líquido. I. Fonseca, Simone Evangelista. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU 336.7(81)

Bibliotecário(a) Responsável: Essevalter De Sousa - Bibliotecário CRB6 1407



FOLHA DE APROVAÇÃO

Leonardo de Lana

Risco político, de mercado e recessão: uma análise dos efeitos sobre o retorno de ações brasileiras

Monografia apresentada ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovada em 02 de Março de 2026

Membros da banca

Doutora Simone Evangelista Fonseca - Orientadora - Universidade Federal de Minas Gerais

Doutora Carolina Machado Saraiva - Universidade Federal de Minas Gerais

Doutor Fábio Viana de Moura - Fundação Getúlio Vargas

Simone Evangelista Fonseca, orientador do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 18/03/2026



Documento assinado eletronicamente por **Simone Evangelista Fonseca, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 18/03/2026, às 20:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1068886** e o código CRC **D9F778E5**.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, por me conceder força, saúde, sabedoria e determinação para enfrentar os desafios e chegar até aqui.

Aos meus pais, Luiz e Sidneia, por todo amor, apoio, incentivo e pelos esforços realizados para que eu pudesse trilhar essa caminhada e concluir mais esta importante etapa da minha vida. Sou profundamente grato por tudo o que fizeram e continuam fazendo por mim.

À minha orientadora, professora Simone Evangelista Fonseca, pela paciência, dedicação, atenção e pela valiosa contribuição ao longo do desenvolvimento deste trabalho. Agradeço, especialmente, por não me permitir desistir nos momentos mais difíceis e por compartilhar seu conhecimento com seriedade e generosidade.

Aos meus amigos, pela parceria, pelo incentivo e pela compreensão ao longo dessa trajetória, especialmente nos momentos de maior dificuldade.

Aos professores, pelos ensinamentos e por toda contribuição para a minha formação acadêmica, profissional e pessoal.

A todos que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho e para a minha caminhada até aqui, deixo o meu sincero agradecimento.

Por fim, agradeço a mim mesmo, pela disciplina, persistência e determinação em seguir adiante, mesmo diante das dificuldades, e por não desistir de concluir esta importante etapa.

De maneira muito especial, registro minha homenagem ao meu avô, Eneias (in memoriam), que partiu durante a minha graduação, mas permanece vivo em minhas lembranças, em meus valores e em minha trajetória. Seu exemplo de trabalho, honestidade e dedicação seguirá comigo por toda a vida, servindo como inspiração constante em cada conquista alcançada.

“Risk comes from not knowing what you're doing.”

(Warren Buffett)

RESUMO

O mercado acionário brasileiro é influenciado por diferentes fatores econômicos e institucionais que afetam a percepção de risco dos investidores e a formação dos retornos dos ativos financeiros. Nesse contexto, o presente estudo analisa os efeitos do risco político, do risco de mercado e dos períodos de recessão econômica sobre o retorno das ações de empresas brasileiras de capital aberto. O objetivo consiste em examinar empiricamente a relação entre esses fatores e o comportamento dos retornos no mercado de capitais brasileiro no período de março de 2006 a novembro de 2025. Metodologicamente, a pesquisa possui natureza quantitativa, com abordagem descritiva e explicativa, utilizando dados secundários obtidos nas bases Economatica e Banco Central do Brasil. A amostra é composta por 332 empresas, totalizando 53.981 observações mensais. A análise dos dados é realizada por meio de estatísticas descritivas, matriz de correlação e modelos de regressão linear com dados em painel desbalanceado, estimados com efeitos fixos e erros-padrão robustos de Newey-West. Os resultados indicam que o risco de mercado exerce influência positiva e estatisticamente significativa sobre o retorno das ações, configurando-se como o principal determinante dos retornos no mercado brasileiro, em consonância com a literatura de precificação de ativos. O risco político também apresenta efeito estatisticamente significativo, porém com magnitude inferior e impacto negativo sobre os retornos, indicando que elevações na incerteza institucional tendem a reduzir o desempenho das ações. A variável de recessão apresenta significância apenas em modelo com uma variável, sugerindo que parte de seus efeitos pode estar incorporada aos demais fatores de risco analisados. Conclui-se que, no mercado acionário brasileiro, o componente sistêmico do mercado constitui o principal fator explicativo dos retornos, enquanto o risco político atua como elemento complementar na percepção de risco dos investidores.

Palavras-chave: Risco político; risco de mercado; recessão econômica; retorno das ações; mercado acionário.

ABSTRACT

The Brazilian stock market is influenced by different economic and institutional factors that affect investors' risk perception and the formation of financial asset returns. In this context, this study analyzes the effects of political risk, market risk, and periods of economic recession on the stock returns of publicly traded Brazilian companies. The objective is to empirically examine the relationship between these factors and the behavior of stock returns in the Brazilian capital market between March 2006 and November 2025. Methodologically, the research adopts a quantitative approach with descriptive and explanatory characteristics, using secondary data obtained from the Economatica database and the Central Bank of Brazil. The sample comprises 332 companies, totaling 53,981 monthly observations. Data analysis is conducted through descriptive statistics, correlation matrix analysis, and linear regression models with unbalanced panel data, estimated using fixed effects and Newey-West robust standard errors. The results indicate that market risk exerts a positive and statistically significant influence on stock returns, representing the main determinant of returns in the Brazilian market, in line with the asset pricing literature. Political risk also presents a statistically significant effect, although with lower magnitude and negative impact on returns, suggesting that increases in institutional uncertainty tend to reduce stock performance. The recession variable shows significance only in the univariate model, indicating that part of its effects may be incorporated into the other risk factors analyzed. It is concluded that, in the Brazilian stock market, the systemic component of the market constitutes the main explanatory factor for stock returns, while political risk acts as a complementary element in investors' risk perception.

Keywords: political risk; market risk; economic recession; stock returns; asset pricing.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	12
2.1 Risco Político	12
2.2 Risco Mercado	13
2.3 Crises e Recessão Econômica	16
3. METODOLOGIA	17
3.1 Caracterização da pesquisa	17
3.2 Coleta de Dados	17
3.3 Variáveis utilizadas	18
3.4 Tratamento de Dados.....	20
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	21
4.1 Retornos, risco político, risco de mercado e recessão	21
4.2 Estatísticas descritivas das variáveis	23
4.3 Matriz de correlação entre variáveis.....	25
4.4 Resultados dos modelos estimados	26
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	29
REFERÊNCIAS	31
APÊNDICE A – Empresar por setor do mercado	34
APÊNDICE B – Gráficos das variáveis sem tratamento de <i>outliers</i>	35
APÊNDICE C – Estatísticas das variáveis sem tratamento de <i>outliers</i>	36
APÊNDICE D – Correlação entre as variáveis sem tratamento de <i>outliers</i>	37
APÊNDICE E – Resultados dos modelos sem tratamento de <i>outliers</i>	38

1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro brasileiro, composto pelos mercados de capitais, monetário, de crédito e de câmbio, desempenha papel relevante no financiamento do crescimento econômico, pois viabiliza a alocação de recursos entre poupadores e tomadores por meio das instituições financeiras que intermediam as trocas e fluxos do dinheiro. Nesse ambiente, a incerteza mostrou-se um elemento central no processo de tomada de decisão de investimento, influenciando de forma contínua o comportamento dos agentes econômicos. A literatura destacou que a incerteza constituiu um constructo não observável diretamente, sendo frequentemente mensurado por meio da dispersão de expectativas macroeconômicas e da volatilidade dos preços dos ativos financeiros (Batista, Lamounier e Mário, 2023).

Riscos consistem na mensuração das incertezas e dentre as diferentes medidas de risco, destacam-se o risco político e o risco de mercado. O risco político está diretamente relacionado a variáveis políticas, econômicas e socioculturais, compreende a possibilidade de ocorrência de eventos como guerras, revoluções, golpes de Estado, expropriações, mudanças tributárias, desvalorizações cambiais, controles de câmbio e restrições comerciais capazes de afetar negativamente o potencial de lucro e os ativos das empresas (Costa; Figueira, 2017). O risco de mercado, por sua vez, caracteriza-se pela possibilidade de variações no valor ou no fluxo de caixa futuro de instrumentos financeiros em razão de mudanças nos preços dos ativos, engloba riscos associados a taxas de juros, câmbio e demais variáveis macroeconômicas (Alves; Graça, 2013).

Esses riscos influenciaram diretamente a avaliação de ativos e passivos, as decisões financeiras e as estratégias de cobertura de riscos financeiros adotadas pelas empresas, uma vez que flutuações nas taxas de juros, câmbio e preços de mercadorias exerceram impacto significativo sobre os resultados financeiros e a exposição ao risco organizacional (Alves; Graça, 2013). Ademais, a variabilidade dos mercados financeiros decorrente de oscilações econômicas e eventos imprevistos altera o apetite dos investidores ao risco e suas estratégias de alocação de ativos, especialmente em economias emergentes como a brasileira.

Nesse contexto, este estudo analisou as possíveis relações entre os riscos político e de mercado, bem como a ocorrência de recessão econômica e o retorno das ações de companhias brasileiras de capital aberto negociadas no mercado de capitais no período de 2006 a 2025. O objetivo geral deste estudo consistiu em examinar empiricamente como esses fatores se

relacionam com o retorno das ações no mercado brasileiro, conforme os diferentes contextos políticos, econômicos e institucionais ao longo do período investigado.

Os objetivos específicos consistiram em diagnosticar se o risco político afetou o retorno das ações das empresas brasileiras de capital aberto entre 2006 e 2025. Analisar possíveis efeitos do risco de mercado sobre o retorno dessas ações no mesmo período, identificar impacto de incertezas econômicas e políticas sobre o retorno dos ativos negociados na bolsa brasileira. E ainda examinar se os riscos políticos, de mercado e as recessões influenciaram, conjuntamente, a percepção de risco dos investidores e as estratégias de alocação de ativos das empresas listadas.

A relevância do estudo está associada à necessidade de aprofundar a compreensão das interações entre o ambiente político e o mercado financeiro no contexto brasileiro, contribuindo para o avanço do conhecimento teórico e empírico sobre o tema. A literatura existente evidencia que o risco político e o risco de mercado influenciam as decisões de investimento e o desempenho das empresas (Ferreira; Matos, 2019; Costa; Figueira, 2017; Alves; Graça, 2013; Firme; Morais, 2013). Ademais, o estudo apresentou subsídios relevantes a investidores, gestores e formuladores de políticas públicas. Auxilia na tomada de decisões e na formulação de estratégias voltadas à mitigação de riscos e à promoção de maior estabilidade econômica. Uma vez que oferece evidências empíricas recentes sobre como a política, mercado e recessão afetaram o retorno das ações do mercado brasileiro.

Sob a perspectiva teórica, esta pesquisa se baseou nas teorias de Precificação de Ativos e Gestão de Carteiras. O estudo dialoga diretamente com a Teoria Moderna do Portfólio proposta por Markowitz (1952) e com o Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964), que estabelecem a relação entre risco e retorno como elemento central na formação dos preços dos ativos financeiros.

Ao incorporar variáveis relacionadas ao risco político e ao ciclo econômico, a investigação amplia a discussão tradicional da literatura de precificação ao considerar fatores institucionais e macroeconômicos que podem influenciar a dinâmica de retorno das ações. Dessa forma, o estudo contribui para compreender como diferentes dimensões de risco podem afetar o comportamento dos ativos e influenciar os investidores e a formação de carteiras em mercados emergentes como o brasileiro.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Risco Político

O risco político constitui um elemento central nas análises do mercado financeiro, sobretudo em países caracterizados por instabilidade institucional, como o Brasil. Esse tipo de risco refere-se à possibilidade de que eventos políticos, tais como mudanças de governo, crises institucionais, escândalos de corrupção, conflitos sociais ou alterações abruptas nas políticas públicas, afetem negativamente o ambiente econômico e o desempenho dos ativos financeiros. Em mercados emergentes, o risco político tende a elevar o custo de captação de recursos e a provocar desvalorizações significativas dos ativos, à medida que os investidores reavaliam suas expectativas e ajustam suas estratégias de alocação de capital (Bergesio; Guidotti; Kaminsky, 2021).

Vaaler, Schrage e Block (2005) destacaram que o risco político pode manifestar-se por meio de incertezas regulatórias, instabilidade institucional e mudanças inesperadas nas diretrizes de política econômica, afetando diretamente a confiança dos investidores e o fluxo de investimentos. No contexto brasileiro, eventos políticos relevantes exerceram influência significativa sobre o mercado de capitais, ampliando a volatilidade e a percepção de risco por parte dos agentes econômicos (Ferreira; Matos, 2019).

A literatura evidencia que a incerteza política tende a intensificar a aversão ao risco dos investidores, levando-os a buscar ativos considerados mais seguros em períodos de instabilidade. Durnev (2016) observa que processos eleitorais e crises políticas afetam diretamente a sensibilidade dos investimentos aos preços das ações, resultando em ajustes imediatos nas decisões de investimento. Ferreira e Matos (2019) ressaltaram que, no Brasil, o mercado de capitais reage de forma acentuada/rápida a eventos de natureza política ao longo da última década, com a entrada e saída imediata de capital estrangeiro e impactos relevantes sobre o desempenho do Ibovespa.

Inclusive, em períodos eleitorais, a volatilidade no preço das ações tende a aumentar em razão da imprevisibilidade quanto à condução futura das políticas econômicas. Bialkowski, Gottschalk e Wisniewski (2008) demonstraram que os mercados acionários apresentam níveis significativamente mais elevados de volatilidade durante eleições nacionais, refletindo a incerteza associada a potenciais mudanças no ambiente político e econômico do mercado.

Além disso, estudos empíricos indicam que o risco político afeta não apenas o nível de retorno esperado das ações, mas também a sua volatilidade, ao ampliar a incerteza quanto ao ambiente institucional e à previsibilidade das políticas econômicas. Julio e Yook (2012) demonstram que períodos marcados por maior incerteza política estão associados à postergação de decisões de investimento por parte das empresas, o que se reflete negativamente na precificação dos ativos financeiros.

De forma complementar, Pastor e Veronesi (2013) argumentam que a incerteza relacionada a mudanças nas políticas governamentais eleva os prêmios de risco exigidos pelos investidores, impactando diretamente os preços das ações. No contexto de economias emergentes, como a brasileira, esse efeito tende a ser mais pronunciado em razão da maior sensibilidade dos mercados a choques políticos e institucionais, reforçando a relevância do risco político como determinante do comportamento dos retornos acionários.

2.2 Risco Mercado

O risco de mercado refere-se à possibilidade de variações adversas no valor ou no fluxo de caixa futuro de instrumentos financeiros em decorrência de mudanças nos preços de mercado. Variações ocasionadas por flutuações, por exemplo, de taxas de juros, câmbio e preços de commodities. Alves e Graça (2013) destacaram que esse tipo de risco desempenha papel fundamental na precificação dos ativos financeiros e na avaliação deles, influenciando diretamente as decisões financeiras das empresas.

No Brasil, o risco de mercado encontra-se fortemente associado às políticas fiscal e monetária, de modo que alterações nessas diretrizes tendem a provocar reações imediatas nos preços dos ativos financeiros, uma vez que mudanças nas taxas de juros, na condução da política monetária e na percepção de sustentabilidade fiscal afetam diretamente as expectativas dos investidores e os prêmios de risco exigidos pelo mercado (Bekaert; Harvey; Lundblad, 2014). Pastor e Veronesi (2012) argumentam que, em contextos de instabilidade política, os investidores passam a exigir retornos mais elevados como compensação pelos riscos adicionais assumidos, o que pode resultar no aumento dos prêmios de risco e na consequente desvalorização dos ativos.

A interação entre risco político e risco de mercado mostra-se particularmente relevante em economias emergentes. A literatura aponta que a combinação entre instabilidade política e variações macroeconômicas gera uma espiral de incerteza que afeta tanto a liquidez quanto os

retornos esperados dos ativos. No Brasil, essa dinâmica refletiu-se em episódios recorrentes de elevada volatilidade e precificação dos ativos (Bekaert, Harvey e Lundblad, 2014).

Damodaran (2016) enfatizou que o risco de mercado, quando ampliado pela percepção de risco político, impacta diretamente o custo de capital das empresas, reduzindo sua atratividade para investidores, especialmente estrangeiros. Esse efeito torna-se mais pronunciado em setores fortemente regulados ou dependentes de políticas públicas, nos quais mudanças abruptas nas regras institucionais tendem a gerar instabilidade adicional.

Nesse sentido, a literatura destaca que a sensibilidade dos retornos acionários às variações do risco de mercado tende a ser intensificada em economias caracterizadas por maior volatilidade macroeconômica e menor previsibilidade institucional. Segundo Firme e Morais (2013), no mercado acionário brasileiro, oscilações nas condições macroeconômicas, especialmente relacionadas à taxa de juros e ao ambiente inflacionário, exercem influência significativa sobre a volatilidade e o retorno das ações.

De forma complementar, Bekaert, Harvey e Lundblad (2014) apontam que, em mercados emergentes, choques externos e domésticos são rapidamente incorporados aos preços dos ativos, refletindo um processo contínuo de reavaliação do risco por parte dos investidores. Esse comportamento reforça a importância do risco de mercado como um dos principais determinantes do desempenho das ações, sobretudo em contextos de elevada incerteza econômica e financeira.

O Modelo de Precificação de Ativos de Capital, conhecido como *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), é uma das metodologias de avaliação de ativos mais consolidadas na literatura de finanças. Sua formulação original parte dos estudos de Markowitz (1952), que introduziu a Teoria Moderna do Portfólio e ainda de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). O modelo CAPM permite estimar o retorno esperado de um ativo com base em seu risco sistemático, mensurado pelo coeficiente beta. Ele atribui o mercado como principal fator na determinação dos retornos de um ativo.

De acordo com Sharpe (1964, p. 428), “um ativo individual ou portfólio deve compensar o investidor apenas pelo risco sistemático, já que o risco diversificável pode ser eliminado por meio de uma carteira bem diversificada”. O modelo parte de premissas como (i) mercados eficientes, (ii) ausência de custos de transação, (iii) investidores racionais, (iv) ativos fracionáveis e (v) acesso irrestrito a informações. Dentro desse contexto, a fórmula geral do CAPM pode ser expressa conforme equação 1.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f) \quad (1)$$

Em que:

$E(R_i)$: representa o retorno esperado do ativo i ;

R_f : é a taxa livre de risco;

$E(R_m)$ é o retorno médio esperado do mercado; e

β_i é o coeficiente beta do ativo, sensibilidade às variações do mercado.

Segundo Bodie, Kane e Marcus (2014), o CAPM fornece uma “previsão quantitativa sobre a relação entre o risco sistemático e o retorno esperado” (p. 281), sendo fundamental para decisões de investimento, análise de risco e avaliação de ativos.

O beta é uma medida essencial dentro da aplicação prática do modelo, sendo realizado e compreendido também por meio da razão entre a covariância dos retornos do ativo e a variância dos retornos do mercado (Damodaran, 2002). Essa relação é expressa na equação 2.

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (2)$$

Em que:

$Cov(R_i, R_m)$: representa a covariância dos retornos do ativo i e do mercado;

$Var(R_m)$: variância dos retornos do mercado.

O valor de β_i indica o quanto o retorno de um ativo está exposto às variações de retornos de uma carteira teórica do mercado. Em outras palavras, como os retornos desse ativo se comportam em relação aos retornos de mercado. Um beta maior que um indica sensibilidade superior à dos retornos de mercado; menor que um – menor ou sensibilidade próxima ao comportamento dos retornos do mercado; e, negativo – comportamento inverso.

Apesar de sua ampla utilização, o CAPM também é alvo de diversas críticas. Estudos empíricos realizados como o de Fama e French (1992) apontaram que outras variáveis, como o tamanho e o valor das empresas, explicam significativamente variações dos retornos dos ativos, o que motivou a proposição do modelo de três fatores. Em estudo posterior, Fama e French (2004) afirmaram que “o fracasso empírico do CAPM nos leva a rejeitar sua validade como modelo de precificação de ativos, apesar de sua elegância teórica” (p. 43).

Entretanto, em razão da sua simplicidade e aplicabilidade prática, o modelo CAPM continua sendo amplamente utilizado em contextos corporativos. Inclusive, para estimar o custo do capital próprio, avaliar projetos de investimento e estruturar carteiras de investimento.(Damodaran, 2016; Bodie, Kane, Marcus, 2014). A adoção ainda é recomendada por diversos órgãos reguladores e instituições financeiras. Mesmo com limitações, o modelo segue relevante, sobretudo quando utilizado em conjunto com abordagens complementares, como os modelos de múltiplos fatores.

2.3 Crises e Recessão Econômica

As crises políticas e econômicas exerceram papel relevante na intensificação dos riscos enfrentados pelos mercados financeiros, afetando simultaneamente o risco político e o risco de mercado. Em economias emergentes, crises institucionais são frequentemente acompanhadas por flutuações significativas nos indicadores macroeconômicos, ampliando a incerteza e a volatilidade dos ativos financeiros, uma vez que choques políticos e econômicos elevam a percepção de risco e reduzem a previsibilidade do ambiente macroeconômico (Caldara; Iacoviello, 2022; Baker; Bloom; Davis, 2020). Segundo Bekaert, Harvey e Lundblad (2014), esse ambiente de instabilidade resulta em retração da liquidez e elevação dos prêmios de risco exigidos pelos investidores.

Segundo Ferreira e Matos (2019), no contexto brasileiro, crises governamentais e episódios de instabilidade política contribuíram para a deterioração da confiança dos investidores e para a redução dos fluxos de capital estrangeiro. Os autores destacaram ainda que a incerteza política prolongada produziu efeitos negativos de longo prazo sobre o mercado de capitais, uma vez que a falta de previsibilidade nas políticas econômicas reduziu a disposição dos investidores em assumir riscos.

Pastor e Veronesi (2013) argumentam que crises políticas frequentemente resultam em ajustes imediatos nas expectativas dos investidores, impactando diretamente a valorização dos ativos financeiros. Esse processo evidencia a relação estreita entre crises, percepção de risco e comportamento do mercado, exigindo dos agentes econômicos constante adaptação às mudanças no ambiente político e econômico.

Diante desse cenário, a literatura aponta que a gestão eficaz dos riscos políticos, de mercado e das crises constitui elemento fundamental para a estabilidade das empresas e do mercado financeiro como um todo (Damodaran, 2016; Baker; Bloom; Davis, 2020).

Conforme observado por Bekaert, Harvey e Lundblad (2014), estratégias como a diversificação de investimentos e o uso de instrumentos financeiros de proteção tornam-se essenciais para mitigar os efeitos adversos da instabilidade e preservar o desempenho das organizações em ambientes caracterizados por elevada volatilidade.

3. METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa apresentada tem natureza quantitativa, classificada como dos tipos descritiva e explicativa, com o objetivo de analisar a relação entre riscos políticos, de mercado e recessão sobre o retorno de ações do mercado brasileiro entre 2006 e 2025.

A pesquisa quantitativa aborda os fatos e fenômenos de forma mensurável e numérica, com variáveis representativas dos mesmos. A pesquisa descritiva visa observar, registrar, analisar e correlacionar fatos ou fenômenos sem manipulá-los. E a pesquisa explicativa explora e define as possíveis relações entre as variáveis por meio de modelos e técnicas quantitativas, matemáticas e estatísticas (Creswell, 2021; Marconi; Lakatos, 2012; Gil, 2008).

Como estratégia metodológica, neste estudo utilizou-se dados históricos do mercado financeiro e indicadores econômicos, permitindo a análise do retorno de ações negociadas na bolsa de valores brasileira no período de 2006 e 2025.

3.2 Coleta de Dados

Os dados foram coletados exclusivamente por meio de fontes secundárias, na plataforma Economatica (<https://www.economatica.com/>) e Banco Central do Brasil (<https://www.bcb.gov.br/>), em periodicidade mensal e período entre os meses de março de 2006 a novembro de 2025. Conforme destacado em Marconi e Lakatos (2003), a coleta de dados secundários é adequada para pesquisas que envolvem séries de dados históricos e possibilita uma análise robusta, sem a necessidade de dados primários. Dados secundários consistem em dados que já foram coletados de sua fonte de origem por pessoa ou instituição e estão disponíveis em uma fonte ou site intermediário.

A amostra inicial da pesquisa continha 366 empresas ativas e inativas. No entanto, 34 empresas foram excluídas por ausência de dados dos retornos mensais da ação. Com isso, a amostra final foi composta por 332 empresas. Em período mensal de março de 2006 a novembro de 2025, totalizando 53.981 observações. As empresas do setor financeiro foram mantidas, considerando-se a perspectiva do investidor de disponibilidade dos ativos de investimento. A classificação de setores considerada foi a da Economatica, ao todo houve vinte setores cuja distribuição das empresas por setores são apresentadas no Apêndice A.

Ressalta-se ainda a possibilidade de ocorrência de viés de sobrevivência na amostra analisada. Esse tipo de viés ocorre quando empresas que deixaram de existir ou foram retiradas do mercado ao longo do período analisado não estão plenamente representadas nos dados disponíveis. A base utilizada contemplou empresas ativas, houve permanência de companhias listadas por mais tempo. Na literatura de finanças, esse aspecto é frequentemente discutido como uma limitação potencial em estudos que utilizam séries históricas de mercado, pois pode influenciar a interpretação dos resultados ao se superestimar o desempenho médio das empresas que permanecem listadas ao longo do tempo (Bali; Engle; Murray, 2016).

3.3 Variáveis utilizadas

O Retorno das Ações abordado foi o retorno do tipo discreto com base na variação de preços mensais de cada ativo. Ele foi estimado na forma discreta e em porcentagem a partir dos preços, atual (P_t) e anterior (P_{t-1}), conforme a equação 3.

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} \cdot 100 \quad (3)$$

O Risco Político foi representado por meio do índice *Economic Policy Uncertainty* (EPU) de Baker, Bloom e Davis (2016), que captura o grau de incerteza associado à política econômica do país. O indicador reflete instabilidades relacionadas a decisões governamentais, mudanças regulatórias e ambiente institucional, sendo amplamente utilizado como *proxy* de risco político em estudos brasileiros (Formiga *et al.*, 2019; Souza; Batista; Cunha, 2022).

O Risco de Mercado foi utilizado segundo a metodologia do Núcleo de Pesquisa em Economia Financeira (NEFIN) (<https://www.fea.usp.br/nefin-nucleo-de-pesquisa-em-economia-financeira>) da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA-USP) (<https://www.fea.usp.br/>). A medida apresentada na

equação 4, consistiu na diferença de retornos mensais em porcentagem do mercado (R_m) em relação ao retorno do ativo livre de risco (R_f) no período no país, prêmio de mercado, ou seja, pelo investimento no mercado de renda variável.

$$MRKT = R_m - R_f \quad (4)$$

A variável recessão foi operacionalizada por meio de uma variável dummy, assumindo valor igual a 1 nos meses em que a taxa de crescimento do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) apresentou variação negativa em relação ao mês imediatamente anterior, e valor igual a 0 nos demais períodos. Essa operacionalização permite identificar episódios de retração da atividade econômica ao longo da série temporal analisada, ainda que de forma simplificada, distinguindo períodos de expansão e desaceleração econômica.

A utilização de variáveis dummy para representar fases do ciclo econômico é amplamente empregada em estudos de finanças e macroeconomia, uma vez que possibilita capturar mudanças estruturais ou períodos específicos dentro das séries temporais analisadas, permitindo avaliar seus efeitos sobre outras variáveis econômicas (Gujarati; Porter, 2011). No contexto desta pesquisa, a dummy de recessão foi utilizada com o objetivo de identificar se momentos de retração econômica estão associados a alterações no comportamento dos retornos das empresas brasileiras negociadas no mercado acionário.

A Recessão consistiu na taxa de crescimento mensal negativa do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), ele funciona como uma prévia do Produto Interno Bruto (PIB) no país e auxilia em decisões de políticas monetárias e de juros no país. Assim definiu-se a Recessão como uma variável dummy de acordo com a equação 5.

$$Recessão_t = \{ 1, se \Delta IBC_Br_t < 0 \text{ ou } 0, se \Delta IBC_Br_t > 0 \text{ ou } = 0. \quad (5)$$

Segundo a literatura, o IBC-Br reflete o desenvolvimento de setores chave da economia brasileira, como os segmentos de agricultura, pecuária, indústria e serviços do mercado (Barboza, 2018; Costa Filho, 2019; Bortoluzzo, 2022). Diante do exposto, as variáveis apontadas foram então utilizadas em análises quantitativas com gráficos, estatísticas descritivas e modelos de regressão conforme explicado na subseção seguinte.

3.4 Tratamento de Dados

A análise dos dados foi realizada utilizando estatísticas descritivas, técnicas de análise de correlação e modelos de regressão linear simples e múltipla com dados em painel (Gujarati; Porter, 2011). O método quantitativo busca e diversas vezes permite identificar padrões e tendências de comportamento de e entre as variáveis (Creswell, 2021).

Segundo Barbetta (2010), a utilização de análises quantitativas permite explorar de forma clara e objetiva as relações entre variáveis numéricas e facilita a compreensão de tendências e correlações ao longo do tempo. Nesta pesquisa, elas foram empregadas investigando-se possíveis efeitos de riscos político, de mercado e recessão (variáveis independentes) sobre o retorno (variável dependentes) das ações negociadas no Brasil. Desta forma, foram estimados os modelos representados nas equações de 6 a 10.

$$R_{it} = \alpha + \beta_p \text{Risco Político}_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_m \text{Risco de Mercado}_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_c \text{Recessão}_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_p \text{Risco Político}_t + \beta_m \text{Risco de Mercado}_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$R_{it} = \alpha + \beta_p \text{Risco Político}_t + \beta_m \text{Risco de Mercado}_t + \beta_c \text{Recessão}_t + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Em que:

R_{it} : retorno discreto do ativo i no tempo t ;

Risco Político_t : proxy de risco político no tempo t ;

$\text{Risco de Mercado}_t$: proxy de risco de mercado no tempo t ;

Recessão_t : *dummie* para evidenciar período de recessão no tempo t ;

ε_{it} : resíduo em relação ao ativo i no tempo t .

Nas estimações das estatísticas descritivas, correlações e modelos foram utilizados como ferramentas, os *softwares* Excel para organização dos dados e o R para apresentar graficamente as flutuações do retorno das ações, riscos políticos e de mercado, bem como

mensurar estatísticas das variáveis, as correlações entre elas, e ainda, para estimar os modelos apresentados com dados em painel desbalanceado.

As estatísticas descritivas e os gráficos de distribuição das variáveis apontaram a presença de valores atípicos – muito diferentes dos do grupo de observações, denominados *outliers* (Gujarati; Porter, 2011). Considerando-se que tais valores podem ocasionar a distorção de resultados procedeu-se com a *wisorização* dos dados nos limites de 1% e 99% de corte – substituição dos valores extremos pelos dos limites determinados (Bali *et al.*, 2016).

Os modelos foram estimados com dados em painel desbalanceado, com efeitos pooled, fixos e aleatórios. Sendo realizados ainda os testes estatísticos de Chow, Breusch-Pagan e Hausman para identificar a estrutura de modelo em painel mais adequada aos dados (Gujarati; Porter, 2011), cujos resultados apontaram para uso de Efeitos Fixos. Diante disso, procedeu-se com a estimativa dos modelos com efeitos fixos e com erros-padrão robustos, corrigidos por Newey-West, validando-se os coeficientes em relação à presença de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (Newey; West, 1987).

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A seção que segue apresenta e traz discussões dos resultados desta pesquisa, cujo objetivo consistiu em analisar os possíveis impactos do risco político, do risco de mercado e dos períodos de recessão sobre o retorno das empresas brasileiras.

Inicialmente, foram apresentadas as análises gráficas das variáveis, seguidas das estatísticas descritivas, a fim de caracterizar o comportamento da amostra e identificar possíveis padrões de dispersão e volatilidade. Em seguida, examinou-se a matriz de correlação entre as variáveis, com o intuito de verificar a existência de associações preliminares e possíveis indícios de multicolinearidade.

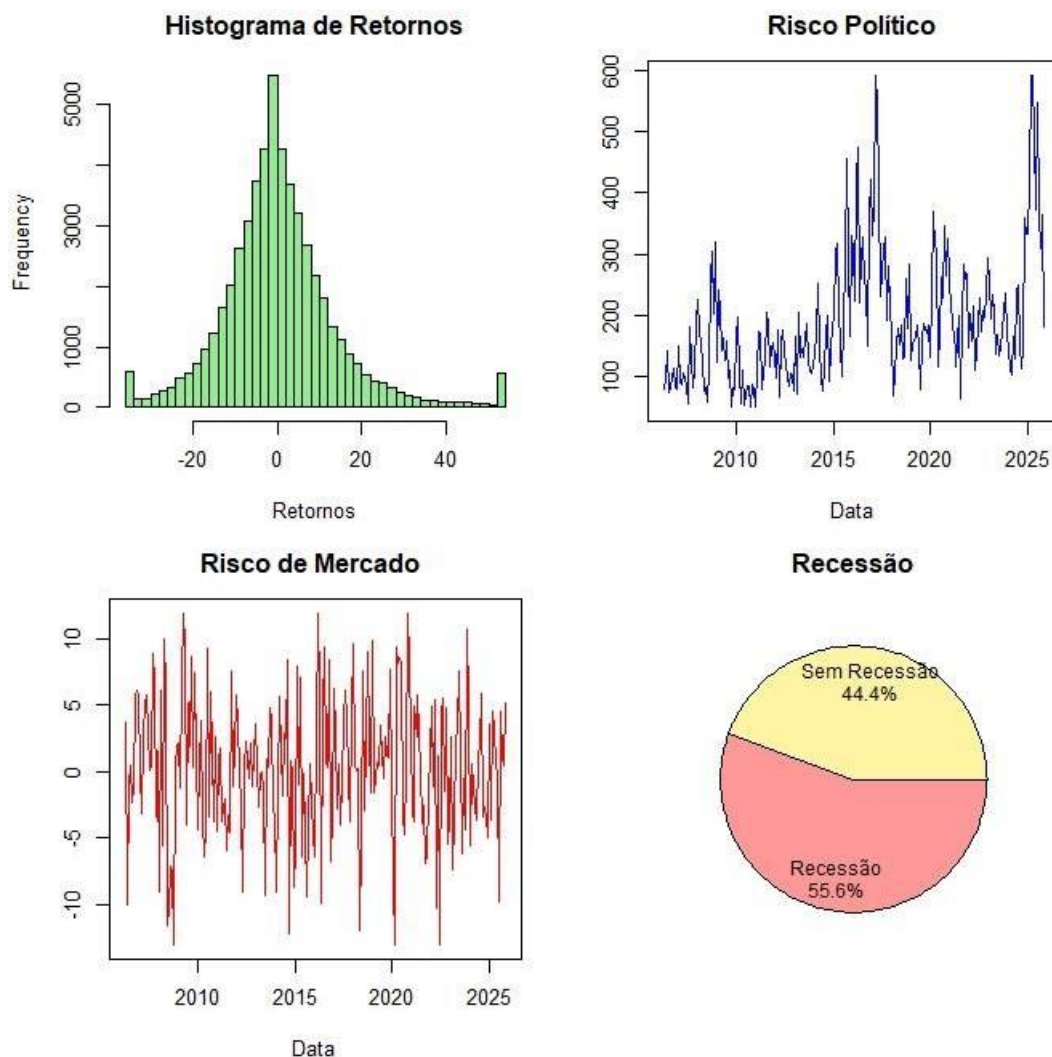
Por fim, foram discutidos os resultados dos modelos estimados, avaliando-se a significância estatística, o sinal e a magnitude dos coeficientes, bem como a consistência dos achados com a literatura econômica e financeira abordada neste estudo.

4.1 Retornos, risco político, risco de mercado e recessão

A análise gráfica das variáveis permitiu examinar a evolução do risco político, do risco de mercado e dos períodos classificados como recessão ao longo do período

considerado. A observação conjunta das séries na Figura 1 possibilitou identificar padrões visuais de instabilidade e eventuais movimentos simultâneos entre as variáveis.

Figura 1 - Gráficos das variáveis abordadas *winsorizadas*



Nota: elaborada pelo autor.

O gráfico referente ao retorno indica maior concentração dos retornos percentuais no intervalo aproximado entre -20% e 20%, evidenciando que a maior parte das observações se distribui em torno de valores centrais, ainda que existam ocorrências pontuais de extremos. Esse comportamento é compatível com a hipótese de distribuição aproximadamente normal dos retornos, premissa frequentemente adotada nos modelos clássicos de finanças. Conforme estabelecido na Teoria Moderna do Portfólio (Markowitz, 1952) e incorporado ao Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964), a análise risco-retorno parte da suposição de

que os retornos seguem distribuição com propriedades estatísticas estáveis, permitindo a utilização de média e variância como medidas suficientes de desempenho e risco. Bodie, Kane e Marcus (2014) reforçam que essa hipótese constitui base recorrente na modelagem de precificação de ativos financeiros.

No que se refere ao risco político, o gráfico demonstrou a ocorrência de elevações pontuais, refletindo períodos de maior incerteza institucional nos anos de 2008, 2015/16, 2020/21 e ainda em 2025. Visualmente, observou-se que alguns desses picos coincidem com momentos de maior instabilidade nos retornos, sugerindo possível associação entre aumento da incerteza política e deterioração do desempenho do mercado. Momentos respectivamente associados aos contextos da Crise do Subprime, Impeachment da presidente Dilma Rousseff, Pandemia e Déficit Orçamentário.

O risco de mercado também apresentou variações relevantes ao longo do tempo, nos anos de 2008, 2015/16, 2020/21 e ainda em 2025. Em determinados momentos, observa-se elevação dessa medida, refletindo alterações no componente sistemático do mercado, elemento central na determinação do retorno esperado conforme o arcabouço do CAPM (Sharpe, 1964; Damodaran, 2016). No que se refere à variável de recessão, considerando o período de março de 2006 a novembro de 2025, verificaram-se taxas negativas de crescimento do IBC-Br em relação ao mês anterior em 55,6% dos dados, esses episódios refletem momentos recorrentes de desaceleração econômica ao longo do período analisado.

Parte desses movimentos pode ser associada a eventos amplamente documentados na economia brasileira e internacional, como os efeitos da crise financeira global iniciada em 2008, a recessão doméstica observada entre os anos de 2014 e 2016 e a retração econômica decorrente da pandemia da COVID-19 em 2020. Esses episódios ilustram como choques macroeconômicos e institucionais podem afetar simultaneamente a atividade econômica e o comportamento do mercado financeiro, ampliando a volatilidade e a percepção de risco dos investidores.

4.2 Estatísticas descritivas das variáveis

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. Observou-se que o retorno médio das empresas foi de 0,458% ao mês, enquanto a mediana assumiu valor negativo (de -0,438%), indicando assimetria na distribuição dos retornos. A diferença entre média e mediana sugere presença de valores extremos positivos que elevam a média, ainda

que a maior parte das observações esteja concentrada em níveis inferiores.. A amplitude entre o valor mínimo (-35,193%) e o máximo (52,836%) indica tendência de volatilidade no mercado acionário brasileiro.

O desvio-padrão de 13,608% dos retornos, consideravelmente superior à média, reforça a presença de dispersão dos retornos indicada na amplitude. O coeficiente de variação de 29,686 confirma o alto grau de heterogeneidade da variável em relação às demais. Esse padrão de variabilidade é consistente com evidências empíricas para mercados emergentes, nos quais a instabilidade macroeconômica e institucional tende a ampliar a volatilidade dos ativos financeiros, conforme documentado por Bekaert, Harvey e Lundblad (2014) e por Firme e Moraes (2013) no contexto do mercado acionário brasileiro.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis winsorizadas

<i>Variáveis</i>	<i>Observações</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Desvio-padrão</i>	<i>Coeficiente de Variação</i>
<i>Retornos</i>	53.981	0,458	-0,438	-35,193	52,836	13,608	29,686
<i>Risco Político</i>	53.981	199,384	172,898	49,111	592,987	108,867	0,546
<i>Risco de Mercado</i>	53.981	0,230	0,475	-13,058	11,920	5,303	23,018
<i>Recessão</i>	53.981	0,556	1,000	0,000	1,000	0,497	0,894

Nota: elaborada pelo autor. Retornos e Risco de mercado em porcentagem (%), Recessão consiste em variável binária, conforme a taxa de crescimento da atividade econômica brasileira negativa.

Em relação ao risco político, a média de 199,384 e a mediana de 172,898 indicaram que o período analisado foi marcado por níveis relevantes de incerteza institucional. O valor máximo de 592,987 revelou a ocorrência de instabilidade, possivelmente associada a eventos políticos específicos. O desvio-padrão de 108,867 demonstrou a variabilidade da medida. Enquanto o coeficiente de variação de 0,546 indicou pouca dispersão quando comparado ao coeficiente dos retornos.

O risco de mercado apresentou média de 0,230% e mediana de 0,475%, com amplitude entre -13,058% e 11,920%, conforme, respectivamente, os valores de mínimo e máximo. O desvio-padrão de 5,303% e o coeficiente de variação de 23,018 evidenciaram volatilidade relativa, reforçando a relevância do componente com relação aos retornos mensais das ações. Tal comportamento é consistente com o arcabouço do Capital Asset Pricing Model – CAPM, no qual o risco sistemático constitui o principal determinante do retorno esperado (Sharpe, 1964), interpretação posteriormente consolidada por Bodie, Kane e Marcus (2014) e por Damodaran (2016) na análise prática de precificação de ativos.

Por fim, a variável dummy de recessão apresenta média de 0,556 e desvio-padrão de 0,497, indicando que aproximadamente 55,6% das observações correspondem a períodos classificados como recessivos. Esse resultado sugere que a economia brasileira enfrentou episódios recorrentes de retração ao longo do intervalo analisado, o que pode ter influenciado a dinâmica dos retornos corporativos.

4.3 Matriz de correlação entre variáveis

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas no modelo de regressão. A análise da correlação de Pearson permitiu identificar associações lineares preliminares entre as variáveis. Ressalta-se que a correlação não implica causalidade, mas fornece evidências iniciais acerca do comportamento conjunto das variáveis analisadas (Gujarati; Porter, 2011, p. 43).

Tabela 2 - Matriz de Correlação entre variáveis winsorizadas

<i>Variáveis</i>	<i>Retornos</i>	<i>Risco Político</i>	<i>Risco de Mercado</i>	<i>Recessão</i>
<i>Retornos</i>	1,000			
<i>Risco Político</i>	-0,020***	1,000		
<i>Risco de Mercado</i>	0,381***	-0,021***	1,000	
<i>Recessão</i>	0,011**	-0,072***	0,013**	1,000

Nota: elaborada pelo autor. Testes estatísticos de correlação de Pearson, coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01.

Observou-se que a correlação entre retorno e risco político foi negativa e estatisticamente significativa (-0,020; p < 0,01), indicando uma associação inversa de baixa magnitude entre as medidas. Esse resultado sugeriu que uma elevação (*redução*) no nível de incerteza política tende a estar associada à redução (*aumento*) dos retornos das empresas, ainda que o efeito preliminar seja relativamente modesto.

Tal evidência é consistente com os achados de Pastor e Veronesi (2013), que demonstram que a incerteza relacionada à política governamental eleva os prêmios de risco exigidos pelos investidores, e com Bergesio, Guidotti e Kaminsky (2021), que identificam impactos mensuráveis do risco político sobre a precificação de ativos. De forma complementar, Baker, Bloom e Davis (2020) evidenciam que aumentos na incerteza de política econômica estão associados a maior aversão ao risco e ajustes nos preços dos ativos.

A relação entre retorno e risco de mercado apresentou correlação positiva e estatisticamente significativa (0,381; p < 0,01), indicando associação de magnitude moderada.

Esse resultado foi coerente com os de modelos tradicionais de precificação de ativos, nos quais o risco sistemático desempenha papel central na determinação do retorno esperado, conforme estabelecido no Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964) e consolidado na literatura de finanças por Bodie, Kane e Marcus (2014) e Damodaran (2016), que enfatizam que o prêmio de mercado constitui o principal componente explicativo dos retornos dos ativos. A magnitude superior dessa correlação, quando comparada à observada com o risco político, sugere que fatores sistêmicos/do mercado em si exercem influência mais pronunciada/evidente sobre a dinâmica dos retornos.

No que se refere à correlação entre risco político e risco de mercado, verificou-se associação positiva de baixa magnitude (0,063; $p < 0,01$), indicando que, as variáveis tendem a se movimentar conjuntamente.

4.4 Resultados dos modelos estimados

A Tabela 2 apresenta os resultados do modelo de regressão com dados em painel estimado por efeitos fixos, com erros-padrão robustos de Newey-West, cujo objetivo foi de avaliar o impacto do risco político, do risco de mercado e dos períodos de recessão sobre o retorno das empresas brasileiras. A escolha do estimador de efeitos fixos fundamenta-se nos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, que indicaram essa especificação como a mais adequada para os dados analisados (Gujarati; Porter, 2011).

Tabela 3 - Resultados dos modelos

<i>Variáveis</i>	<i>Variável Dependente: Retornos das Ações</i>				
	<i>Modelo 1</i>	<i>Modelo 2</i>	<i>Modelo 3</i>	<i>Modelo 4</i>	<i>Modelo 5</i>
Risco Político	-0,002*** (0,001)			-0,001** (0,001)	-0,001** (0,001)
Risco de Mercado		0,976*** (0,027)		0,976*** (0,027)	0,975*** (0,010)
Recessão			0,322*** (0,104)		0,163 (0,109)
Observações	53,981	53,981	53,981	53,981	53,981
R ²	0,0003	0,146	0,0001	0,146	0,146
R ² Ajustado	-0,006	0,141	-0,006	0,141	0,141
Estatística F	16,425***	9.165,177***	7,465***	4.586,335***	3.058,372***

Nota: elaborada pelo autor. Coeficiente estatisticamente significativo com * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Erros-padrão entre parêntesis. Erros-padrão e valores-p obtidos pelo estimador Newey-West. Efeitos fixos, conforme os testes estatísticos de Chow, Breusch-Pagan e Hausman.

Inicialmente, observou-se que os modelos estimados apresentam estatística F significativa ($p < 0,01$), indicando que o conjunto das variáveis explicativas possui poder explicativo conjunto sobre o retorno. O coeficiente de determinação (R^2) variou entre os modelos, com valores mais elevados quando o risco de mercado foi incluído. O que sugeriu maior capacidade explicativa do componente sistêmico, conforme literatura.

No Modelo 1, que considerou exclusivamente o risco político como variável explicativa principal, o coeficiente estimado foi estatisticamente significativo ($p < 0,01$) e negativo, indicando que aumentos no nível de incerteza política estão associados à redução do retorno das empresas, bem como menor incerteza à maiores retornos. Embora a magnitude do coeficiente seja relativamente pequena, o resultado evidencia que o risco político exerce influência estatisticamente relevante sobre a precificação dos ativos, corroborando a hipótese de que a instabilidade política pode elevar o prêmio de risco exigido pelos investidores.

Tal influência do risco político é consistente com os achados de Pastor e Veronesi (2013), que demonstram que a incerteza associada à política governamental eleva os prêmios de risco exigidos pelos investidores, e com Bergesio, Guidotti e Kaminsky (2021), que identificam impactos mensuráveis do risco político sobre os spreads de risco e a precificação de ativos. De forma complementar, Baker, Bloom e Davis (2020) evidenciam que aumentos na incerteza de política econômica estão associados à maior aversão ao risco e a ajustes negativos nos preços dos ativos financeiros.

O Modelo 2, a inclusão do risco de mercado elevou o poder explicativo da regressão, com o coeficiente de determinação R^2 igual a 0,146. Em outras palavras, 14,6% das variações de retornos são explicadas pela variação do mercado. O coeficiente foi significativo ($p < 0,01$) e positivo, com magnitude próxima a uma unidade, indicando forte influência do componente sistêmico sobre o retorno das empresas. O resultado do Modelo 2 mostrou-se consistente com os modelos tradicionais de precificação de ativos, nos quais o risco sistemático representa o principal determinante do retorno esperado.

Tal evidência está em consonância com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), segundo o qual o risco não diversificável, mensurado pelo beta em relação ao mercado, constitui o componente central na determinação do retorno esperado (Sharpe, 1964). Essa interpretação é amplamente consolidada na literatura de finanças por Bodie, Kane e Marcus (2014), que enfatizam a centralidade do prêmio de mercado na formação dos retornos, e por Damodaran (2016), ao destacar o papel do risco sistemático na definição do custo de capital.

No Modelo 3, a variável dummy de recessão apresenta coeficiente estatisticamente significativo ($p < 0,01$) e positivo, indicando que períodos com taxa mensal negativa de crescimento da economia estão associados a alterações relevantes no retorno das empresas. Contudo, ao se incluir simultaneamente as variáveis de risco político e risco de mercado em modelo subsequentes (Modelos 5), não houve significância da variável, sugerindo que parte de seu efeito pode estar capturada pelos demais componentes de risco analisados.

Os modelos completos (Modelos 4 e 5), que incorporam simultaneamente risco político, risco de mercado e recessão, confirmam a robustez do risco de mercado como principal determinante do retorno. O coeficiente permaneceu significativo e positivo, em mesma magnitude. Com a inclusão do risco de mercado, o risco político permaneceu estatisticamente significativo (mas em nível de significância relativamente menor, $p < 0,05$).

Nos modelos 4 e 5, o risco político continuou com coeficiente significativo, ainda que com magnitude reduzida, e negativo indicando efeito persistente mesmo após inclusão do fator de mercado. Esses resultados sugerem que, embora o risco sistemático exerça influência predominante sobre o retorno das empresas, a incerteza política pode constituir fator adicional relevante na dinâmica de precificação dos ativos no mercado brasileiro. Com o modelo 5, não houve persistência da recessão econômica, a medida não foi significativa.

A ausência de significância estatística da variável de recessão no modelo completo pode estar associada à interação existente entre os fatores macroeconômicos considerados. Em particular, o risco de mercado tende a refletir rapidamente as expectativas dos investidores em relação às condições econômicas agregadas, incorporando nos preços dos ativos informações relacionadas ao desempenho da atividade econômica. Dessa forma, parte do efeito associado aos períodos recessivos pode ser absorvida pelo próprio componente sistêmico do mercado.

Em outras palavras, o prêmio de mercado pode já incorporar as expectativas relacionadas ao ciclo econômico, reduzindo o impacto isolado da variável dummy de recessão quando ambas são analisadas simultaneamente no modelo. Esse resultado sugere possível interdependência entre os fatores macroeconômicos considerados, uma vez que choques econômicos e financeiros frequentemente se manifestam de forma conjunta no mercado de capitais (Bekaert; Harvey; Lundblad, 2014; Damodaran, 2016).

Os resultados observados reforçam a lógica fundamental da teoria de precificação de ativos, segundo a qual investidores exigem compensação adicional para assumir níveis mais elevados de risco. Nesse contexto, o risco de mercado mostrou-se o principal fator

remunerado pelo mercado, em consonância com o arcabouço teórico do Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964).

Por outro lado, a significância do risco político sugere que fatores institucionais também podem influenciar a percepção de risco dos investidores, especialmente em economias emergentes caracterizadas por maior volatilidade institucional. Assim, os resultados indicam que o mercado acionário brasileiro parece incorporar simultaneamente riscos econômicos tradicionais e elementos relacionados à estabilidade política, afetando o processo de formação de preços dos ativos financeiros.

De forma geral, os resultados empíricos corroboram com a literatura de avaliação de ativos que defende que o risco de mercado afeta significativamente o retorno das empresas, sendo o componente sistêmico (risco de mercado) o principal determinante, conforme estabelecido no Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964) e amplamente consolidado por Bodie, Kane e Marcus (2014) e Damodaran (2016).

Por sua vez, a instabilidade política exerceu um impacto mais complementar e menos predominante. Tais evidências estão alinhadas à literatura que associa a elevação da incerteza política ao aumento do prêmio de risco exigido pelos investidores e à maior volatilidade dos ativos financeiros, conforme demonstrado por Pastor e Veronesi (2013), Baker, Bloom e Davis (2020) e Bergesio, Guidotti e Kaminsky (2021).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo analisar o impacto do risco político, do risco de mercado e dos períodos de recessão econômica sobre o retorno das empresas brasileiras de capital aberto. Utilizaram-se modelos de regressão com dados em painel e efeitos fixos. A investigação permitiu compreender em que medida a instabilidade política, os fatores sistêmicos e retração econômica influenciam a dinâmica de precificação dos ativos no mercado acionário brasileiro.

Os resultados indicaram que o risco de mercado constitui o principal determinante do retorno das empresas, com coeficiente estatisticamente significativo e positivo em todos os modelos estimados. Tal evidência reforça a centralidade do componente sistêmico na formação dos retornos, em consonância com os modelos tradicionais de precificação de ativos. O risco político, por sua vez, apresentou coeficiente estatisticamente significativo e

negativo, sugerindo que aumentos na incerteza política estão associados à redução dos retornos das ações, mas com magnitude inferior quando comparada à do risco sistemático.

A variável de recessão revelou influência relevante apenas no modelo univariado, indicando que o ciclo econômico desempenha papel importante na dinâmica dos retornos. Contudo, sem significância quando incluídos os riscos políticos e de mercado, isso sugere que os efeitos da medida podem estar incorporados aos outros fatores. De modo geral, os resultados corroboram com a literatura, tanto o risco político quanto o risco de mercado afetaram o retorno das empresas, sendo o efeito do mercado mais evidente e forte.

Do ponto de vista prático, os achados indicam que investidores e gestores devem considerar não apenas variáveis macroeconômicas tradicionais, mas também indicadores de instabilidade política na avaliação de risco e na formação de carteiras. A incorporação de medidas de incerteza política pode contribuir para decisões de investimento em ambientes caracterizados por elevada volatilidade.

Como limitação, destaca-se que o estudo se restringe ao período analisado e às variáveis selecionadas, não incorporando outros fatores potencialmente relevantes, como indicadores internacionais de risco ou variáveis microeconômicas, bem como medidas específicas das empresas brasileiras.

Os resultados observados reforçam a lógica fundamental da teoria de precificação de ativos, segundo a qual investidores exigem compensação adicional para assumir níveis mais elevados de risco. Nesse contexto, o risco de mercado mostrou-se o principal fator remunerado pelo mercado, em consonância com o arcabouço teórico do Capital Asset Pricing Model – CAPM (Sharpe, 1964).

Por outro lado, a significância do risco político sugere que fatores institucionais também podem influenciar a percepção de risco dos investidores, especialmente em economias emergentes caracterizadas por maior volatilidade institucional. Assim, os resultados indicam que o mercado acionário brasileiro parece incorporar simultaneamente riscos econômicos tradicionais e elementos relacionados à estabilidade política, afetando o processo de formação de preços dos ativos financeiros.

Pesquisas futuras podem ampliar a análise por meio da inclusão de modelos multifatoriais, testes adicionais de robustez ou mesmo comparações entre diferentes mercados emergentes e desenvolvidos.

REFERÊNCIAS

- ALVES, Carlos Alberto Machado; GRAÇA, Cláudia Silva. Gestão do risco de mercado e instrumentos financeiros derivados. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 17, n. 3, p. 345-362, 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- BAKER, Scott R.; BLOOM, Nicholas; DAVIS, Steven J. Measuring economic policy uncertainty. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 135, n. 4, p. 1593-1636, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/qje/qjaa033>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- BALI, Turan G.; ENGLE, Robert F.; MURRAY, Scott. **Empirical asset pricing: The cross section of stock returns**. John Wiley & Sons, 2016.
- BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 7. ed. Florianópolis: Editora da UFSC, 2010.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; ZILBERMAN, Eduardo. Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 72, n. 2, p. 144-160, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.5935/0034-7140.20180007>. Acesso em 07 fev. 2026.
- BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R.; LUNDBLAD, Christian. Political risk spreads. **Journal of International Business Studies**, London, v. 45, n. 4, p. 471-493, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/jibs.2014.5>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- BERGESIO, Lorenzo; GUIDOTTI, Pablo; KAMINSKY, Graciela. Measuring political risk. **Journal of International Economics**, Amsterdam, v. 131, 103456, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103456>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- BIALKOWSKI, Jędrzej; GOTTSCHALK, Katja; WISNIEWSKI, Tomasz Piotr. Stock market volatility around national elections. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 32, n. 9, p. 1941-1953, 2008. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.004>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investments**. 10. ed. New York: McGraw-Hill, 2014.
- BORTOLUZZO, Adriana Bruscatto et al. Relationship between bankruptcy rate of Brazilian companies and macroeconomic variables in the period from 2010 to 2020: an econometric study using Vector autoregression. **Gestão & Regionalidade**, v. 38, n. 113, p. 365-383, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.13037/gr.vol38n113.7022>. Acesso em: 08 fev. 2026.
- CALDARA, Dario; IACOVIELLO, Matteo. Measuring geopolitical risk. **American Economic Review**, Nashville, v. 112, n. 4, p. 1194-1225, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>. Acesso em: 13 fev. 2026.
- COSTA, Luiz Fernando; FIGUEIRA, Carlos Alberto. Risco político e investimento estrangeiro direto. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 71, n. 4, p. 459-482, 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rbe/>. Acesso em: 13 fev. 2026.

COSTA FILHO, Adonias Evaristo da. Credit Supply Shocks and Economic Activity in Brazil: Choques na Oferta de Crédito e Atividade Econômica no Brasil. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 37, n. 73, p. 99-120, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.22456/2176-5456.73529>. Acesso em: 14 fev. 2026.

CRESWELL, John W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2021.

DAMODARAN, Aswath. **Applied corporate finance**. 4. ed. New York: Wiley, 2016.

FERREIRA, Miguel A.; MATOS, Pedro. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 133, n. 1, p. 1-27, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.014>. Acesso em: 13 fev. 2026.

FIRME, Valéria A. C.; MORAIS, Isabel A. C. Risco, retorno e volatilidade no mercado acionário brasileiro. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 1, p. 1-23, 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/>. Acesso em: 13 fev. 2026.

FORMIGA, Márcia et al. O efeito da incerteza política no desempenho e valoração das companhias abertas brasileiras. **REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)**, v. 25, p. 96-123, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1413-2311.270.96608>. Acesso em: 07 fev. 2026.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

JULIO, Brandon; YOOK, Youngsuk. Political uncertainty and corporate investment cycles. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 67, n. 1, p. 45-83, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>. Acesso em: 13 fev. 2026.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

NEWHEY, Whitney K.; WEST, Kenneth D. Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. **International Economic Review**, p. 777-787, 1987. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2526578>. Acesso em: 14 fev. 2026.

PASTOR, Lubos; VERONESI, Pietro. Political uncertainty and risk premia. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 110, n. 3, p. 520-545, 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>. Acesso em: 13 fev. 2026.

SOUZA, Gustavo Henrique Dias; BATISTA, Alexandre Teixeira Norberto; DA CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves. Efeitos da incerteza da política econômica no caixa das empresas

brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 16, n. 1, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.17524/repec.v16i1.2966>. Acesso em: 05 fev. 2026.

VAALEER, Paul M.; SCHRAGE, Burkhard N.; BLOCK, Steven A. Counting the investor vote: Political risk and firm performance. **Journal of International Business Studies**, London, v. 36, n. 5, p. 522-538, 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400155>. Acesso em: 13 fev. 2026.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Empresar por setor do mercado

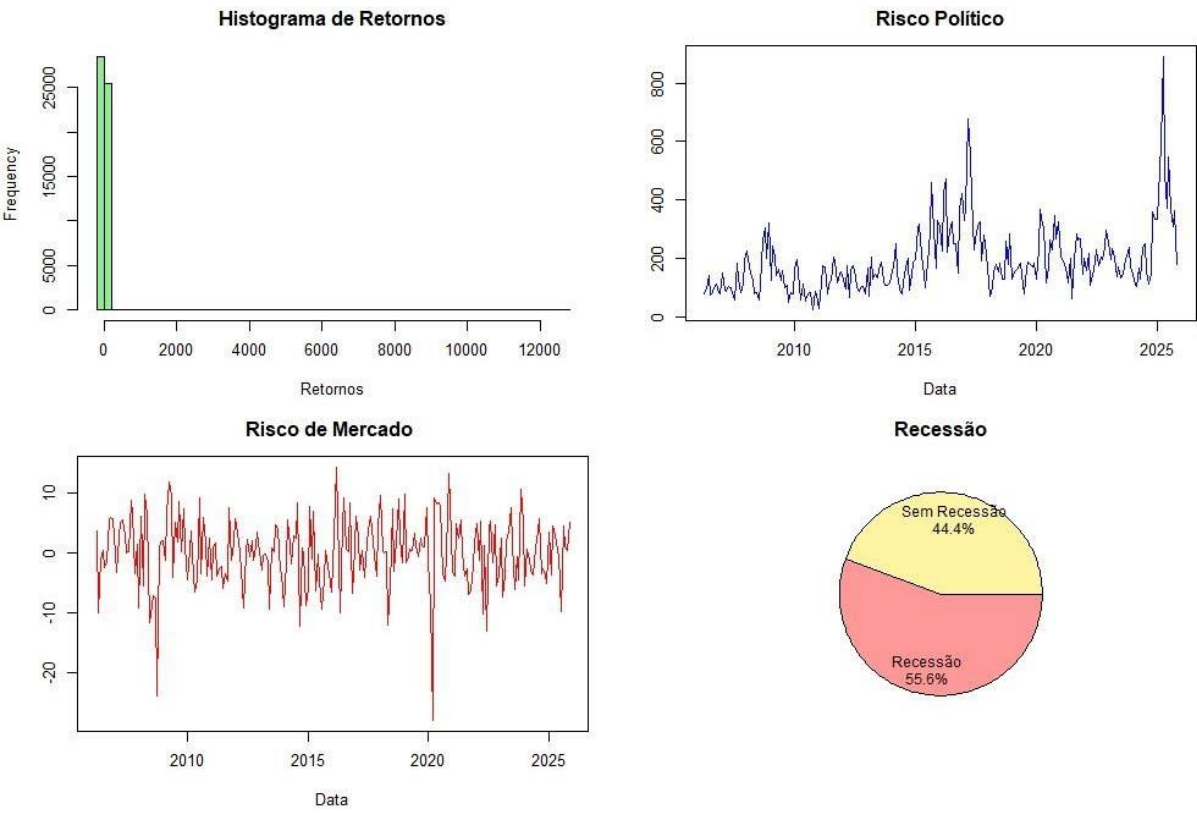
Tabela 4 - Distribuição da amostra final por segmento de mercado.

<i>Setor de Mercado da Economatica</i>	<i>Quantidade de Empresas</i>	<i>Frequência Relativa</i>
Agro e Pesca	7	2,11%
Alimentos e Bebidas	9	2,71%
Comércio	34	10,24%
Construção	29	8,73%
Eletroeletrônicos	4	1,20%
Energia Elétrica	31	9,34%
Finanças e Seguros	29	8,73%
Minerais não Metálicos	2	0,60%
Mineração	5	1,51%
Máquinas Industriais	6	1,81%
Outros	78	23,49%
Papel e Celulose	4	1,20%
Petróleo e Gás	10	3,01%
Química	8	2,41%
Siderurgia e Metalurgia	18	5,42%
Software e Dados	7	2,11%
Telecomunicações	7	2,11%
Têxtil	16	4,82%
Transporte Serviço	14	4,22%
Veículos e peças	14	4,22%
<i>Total</i>	332	100,00%

Nota: elaborada pelo autor.

APÊNDICE B – Gráficos das variáveis sem tratamento de outliers.

Figura 2 - Gráficos das variáveis sem tratamento de outliers



Nota: elaborada pelo autor.

APÊNDICE C – Estatísticas das variáveis sem tratamento de outliers

Tabela 5 - Estatísticas descritivas das variáveis sem tratamento de outliers

<i>Variáveis</i>	<i>Observações</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Desvio-padrão</i>	<i>Coefficiente de Variação</i>
<i>Retornos</i>	53.981	1,386	-0,438	-95,896	12703,707	69,326	50,036
<i>Risco Político</i>	53.981	201,308	172,898	22,296	891,558	118,793	0,590
<i>Risco de Mercado</i>	53.981	0,143	0,475	-27,956	14,437	5,719	39,881
<i>Recessão</i>	53.981	0,556	1,000	0,000	1,000	0,497	0,894

Nota: elaborada pelo autor.

APÊNDICE D – Correlação entre as variáveis sem tratamento de outliers.

Tabela 6 - Matriz de Correlação entre variáveis sem tratamento de outliers

<i>Variáveis</i>	<i>Retornos</i>	<i>Risco Político</i>	<i>Risco de Mercado</i>	<i>Recessão</i>
<i>Retornos</i>	1,000			
<i>Risco Político</i>	-0,004	1,000		
<i>Risco de Mercado</i>	0,080***	-0,029***	1,000	
<i>Recessão</i>	0,003	-0,058***	0,032***	1,000

Nota: elaborada pelo autor. Testes estatísticos de correlação de Pearson, coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01.

APÊNDICE E – Resultados dos modelos sem tratamento de outliers.

Tabela 7 - Resultados dos modelos com variáveis sem tratamento de outliers

Variáveis	Variável Dependente: Retornos das Ações				
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Risco Político	-0,003** (0,001)			-0,001 (0,001)	-0,001 (0,003)
Risco de Mercado		0,968*** (0,029)		0,968*** (0,029)	0,967*** (0,052)
Recessão			0,405 (0,627)		0,032 (0,599)
Observações	53.981	53.981	53.981	53.981	53.981
R ²	0,00002	0,006	0,00001	0,006	0,006
R ² Ajustado	-0,006	0,0003	-0,006	0,0003	0,0003
Estatística F	1,076	348,203***	0,458	174,229***	116,151***

Nota: elaborada pelo autor. Coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01. Erros-padrão entre parêntesis. Erros-padrão e valores-p obtidos pelo estimador Newey-West. Efeitos fixos, conforme os testes estatísticos de Chow, Breusch-Pagan e Hausman.