

Fundos Made in China: Teste à Hipótese da Atenção
do Investidor em Investimentos nos BRIC

Alberto Miguel Dias Teixeira

Dezembro de 2014

WP n.º 2014/07

DOCUMENTO DE TRABALHO

WORKING PAPER





DINAMIA'CET

CENTRO DE ESTUDOS SOBRE A MUDANÇA
SOCIOECONÓMICA E O TERRITÓRIO
ISCTE-IUL

Fundos Made in China: Teste à Hipótese da Atenção do Investidor em Investimentos nos BRIC

Alberto Miguel Dias Teixeira*

WP n.º 2014/07

DOI: 10.7749/dinamiacet-iul.wp.2014.07

INTRODUÇÃO	5
CAPÍTULO I	8
1. REVISÃO DA LITERATURA	8
1.1. A hipótese da atenção do investidor	8
1.2. As notícias como proxy da atenção no mercado	10
1.3. O efeito da atenção nos fundos de investimento	13
1.4. O que tem a China de tão especial?	15
CAPÍTULO II	17
1. DADOS E METODOLOGIA	17
1.1. Porquê Brasil, Rússia, Índia e China.....	17
1.2. Variável dependente: Fluxos financeiros.....	18
1.3. Variável independente: Bloomberg News Visibility Index.....	20
1.4. Estacionariedade das variáveis.....	24
2. REGRESSÕES	25
2.1. BNVI normais.....	25
2.2. Agitações na atenção	27
CAPÍTULO III	29
1. RESULTADOS	29
1.1. BNVI normais: interpretação e discussão.....	29
1.2. Agitações na atenção: interpretação e discussão	32
2. ROBUSTEZ	34
2.1. Análise por períodos: 2003-2006 e 2008-2012	34
2.2. Regressões.....	35
2.3. Interpretação e discussão	35
CONCLUSÃO	37
BIBLIOGRAFIA	40
ANEXOS	47

Índice de Quadros

Quadro 1.1.1. Taxa de crescimento económico dos países BRIC (2003-2013)	47
Quadro 1.2.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos	48
Quadro 1.2.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo	49
Quadro 1.3.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos BNVI positivos	50
Quadro 1.3.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos BNVI negativos	51
Quadro 1.4.1. Resultado do teste de raiz unitária ADF sobre os BNVI positivos	54
Quadro 1.4.2. Resultado do teste de raiz unitária ADF sobre os BNVI negativos	55
Quadro 1.4.3. Resultado do teste Fisher-type baseado no teste ADF sobre os fluxos	56
Quadro 2.1.1. Correlação entre os BNVI positivos e os fluxos	57
Quadro 2.1.2. Correlação entre os BNVI e os fluxos	58
Quadro 3.1.1. Regressão OLS para os BNVI	59
Quadro 3.1.2. Regressão OLS para as dummies dos BNVI	60
Quadro 3.1.3. Regressão OLS para os BNVI	61
Quadro 3.1.4. Regressão OLS para as dummies BNVI	62
Quadro 3.2.1. Regressão OLS para as primeiras diferenças dos BNVI	59
Quadro 3.2.2. Regressão OLS para as dummies das primeiras diferenças dos BNVI	60
Quadro 3.2.3. Regressão OLS para as jumps dos BNVI	61
Quadro 3.2.4. Regressão OLS para as dummies das jumps dos BNVI	62
Quadro 4.1.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo entre 2003-2006	63
Quadro 4.1.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo entre 2008-2011	64
Quadro 4.2.1. Regressão OLS para os BNVI	65
Quadro 4.2.2. Regressão OLS para as dummies dos BNVI	66
Quadro 4.2.3. Regressão OLS para as primeiras diferenças dos BNVI	67
Quadro 4.2.4. Regressão OLS para as dummies das primeiras diferenças dos BNVI	68
Quadro 4.2.5. Regressão OLS para as jumps dos BNVI	69
Quadro 4.2.6. Regressão OLS para as dummies das jumps dos BNVI	70

Fundos Made in China: Teste à Hipótese da Atenção do Investidor em Investimentos nos BRIC¹

RESUMO

As notícias da imprensa financeira e económica são um fator determinante que pode influenciar a atenção do investidor em relação ao investimento nos mercados financeiros. Este estudo tenta verificar se a divulgação/fluxo de notícias da Bloomberg sobre o Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC) afeta as decisões de investimento dos investidores nessas economias emergentes. Para testar esta hipótese, esta investigação analisa as dinâmicas de fluxos financeiros dos mais de 1.000 fundos que investem nos mercados dos BRIC.

Face ao acelerado crescimento económico das últimas décadas, os BRIC têm gerado oportunidades de investimento ímpares, revelando-se um mercado muito atraente para investidores. Alguns estudos tem evidenciado que ativos com o nome “China” captam a atenção dos investidores, influenciando as decisões de investimento.

De acordo com os resultados, não se encontraram evidências de que notícias positivas/negativas sobre a China pareçam influenciar os fluxos financeiros dos fundos de investimento. Não há relação entre notícias positivas e entrada de fluxos para os fundos que investem na China. Todavia, existe um efeito de atratividade nos fundos de investimento da Índia e Brasil, observando uma entrada de fluxos perante notícias económicas positivas.

Apesar de tudo, no geral, os resultados sugerem que a identificação das notícias positivas e negativas pode explicar variações dos fluxos financeiros e que os fundos experienciam saída de fluxos significativos quando surgem notícias negativas. E evidenciam que as notícias económicas são um importante mecanismo de redução da assimetria de informação, sendo capazes de influenciar decisões de investimento.

No fundo, este estudo confirma assim uma relação entre notícias da imprensa especializada e decisões de investimento.

PALAVRAS-CHAVE: fundos de investimento, Bloomberg News, atenção do investidor, China e BRIC

¹ O presente trabalho resultou de uma dissertação de mestrado realizada no âmbito do Mestrado em Economia Monetária e Financeira no ISCTE-IUL, sob orientação da Doutora Sofia Brito Ramos, Professora Auxiliar com Agregação.

ABSTRACT

Financial and economic news are a key factor that can capture investors' attention to invest in financial markets. This study attempts to ascertain whether Bloomberg's news about Brazil, Russia, India and China, the so-called BRIC countries, affect the investors' decisions in those economies. To test this hypothesis, this investigation analyses the dynamics of financial flows of more of 1,000 funds whose investment target are the BRIC markets.

Due to its remarkable economic development during the last decades, China has offered unique investment opportunities, becoming a very attractive market for investors. Some research has shown that the label "China" affects investors' attention and drives decisions concerning investment activities.

According to results, there is no evidence that positive/negative news about China influence fund flows and no relation between positive news and inflows to Chinese funds. An effect of attractiveness is revealed, however, when Indian and Brazilian funds are analyzed, experiencing inflows before positive economic news.

In general, the results suggest that the identification of positive and negative news can explain changes in fund flows and that mutual funds experience significant outflows when negative news emerge. Therefore, economic news are an important mechanism in reducing search costs being able to influence investment decisions.

Overall, this study supports a relation between specialized media news and investment decisions.

KEYWORDS: Mutual funds, Bloomberg News, investor's attention, China, BRIC.

INTRODUÇÃO

Em 2007, as ações com o nome China apresentaram um melhor desempenho na estreia em Wall Street do que as restantes, num ano em que o mercado acionista chinês cresceu consideravelmente. Bae e Wang (2012) sugeriram um efeito positivo do nome China, que induz um impulso sobre o preço destes títulos perante um aumento da atenção dos investidores, independentemente dos fatores fundamentais, como o risco. Sete anos depois, a Alibaba protagonizava a maior oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês) da história depois de levantar 25 mil milhões de dólares na operação em Setembro de 2014. O IPO da gigante chinesa do *e-commerce* entrou directamente para o primeiro lugar das maiores entradas de sempre em bolsa, num *ranking* liderado por quatro companhias chinesas: imediatamente atrás da Alibaba surgem os bancos Agricultural Bank of China e ICBC e a seguir a seguradora AIA Group². Coincidência ou não, após a remodelação gráfica do diário económico britânico Financial Times dias antes do IPO da Alibaba, o editor Lionel Barber explicava que, entre os cinco principais temas em destaque em 2014, estava a China. Escrevia na edição de 15 de Setembro: “*China shakes the world. China is closing in on the US as world’s largest economy but still faces daunting environmental and social challenges. Beijing is also flexing its muscles in the Pacific and beyond. Our China team will track the superpower-in-waiting at home and abroad*”. Mas afinal o que tem a China de tão especial?

Este estudo pretende avaliar se o facto de um fundo investir na China influencia as decisões de investimento do consumidor/investidor. Procede-se a esta análise de uma forma particular: perceber de que forma as notícias da Bloomberg sobre a economia país podem servir como indicador da atenção do investidor. Ou seja, a hipótese de investigação admite que um aumento de notícias positivas sobre a China é acompanhado por um aumento dos fluxos para os fundos com atividade nesse mercado.

Entre milhares de fundos de investimento existentes no mercado, qual escolher para alocar as minhas aplicações? O problema com que se depara o investidor no mercado acionista, tal como identificado por Robert C. Merton (1987), poder-se-á também colocar na tomada de decisão na escolha de um fundo de investimento.

Merton (1987) desenvolveu um novo modelo para explicar o equilíbrio do mercado num contexto de informação incompleta. A premissa do modelo, onde Merton introduziu pela primeira vez a *Investor Recognition Hypothesis* (IRH), é simples: o custo de obter informação impede o investidor de conhecer todas as empresas disponíveis, pelo que as companhias com

² Ver relatório Deals Insight, elaborado pela Deals Intelligence, da Thomson Reuters, a 22 de Setembro de 2014.

menor reconhecimento têm de oferecer retornos mais elevados para reparar a assimetria de informação, enquanto as empresas com maior notoriedade têm maior valor de mercado pela razão de que, com uma base de acionistas mais alargada, tem menores custos em transmitir a informação.

A partir deste princípio multiplicaram-se estudos para avaliar o efeito da atenção ou notoriedade no comportamento de determinado ativo. Indicadores como as visualizações e edições na enciclopédia *online* Wikipédia, a frequência de pesquisas no Google, referências nas redes sociais ou gastos com publicidade foram testados com sucesso para capturar a notoriedade de determinado ativo (Rubin e Rubin, 2010; Bank *et al.*, 2011; Da *et al.*, 2011; Latoeiro, 2012; Moat *et al.*, 2013; entre outros).

Outra parte da literatura deu relevo às notícias publicadas na imprensa económica e financeira (Busse e Green, 2002; Tetlock, 2007; Pollock e Rindova, 2009; Dougal *et al.*, 2012; entre outros). A proposta encontra um suporte legítimo na vida prática na medida em que até os próprios agentes do mercado começam a aperceber-se da importância das notícias para identificar mais rapidamente o sentimento dominante do mercado. Algumas casas de investimento têm apostado em dispositivos e *softwares* de análise de conteúdos com algoritmos capazes de interpretar o sentimento das notícias e antecipar automaticamente decisões de investimento³.

Para a presente investigação, foram recolhidos dados sobre os fundos de investimento que operam nas economias emergentes do Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC) através da base de dados Lipper da Reuters Thomson Financial. No total, são mais de 1000 fundos compreendidos na base de dados. Calcularam-se as dinâmicas de entradas e saídas dos fluxos através do Ativo Líquido Total (*Total Net Asset (TNA)*, em inglês) dos fundos, numa base mensal, entre Janeiro de 2003 a Dezembro de 2013.

Para capturar a atenção dos investidores procedeu-se à construção de indicadores de visibilidade com base em notícias publicadas pela Bloomberg sobre cada país dos BRIC. Estes indicadores têm características singulares. Têm como base a mesma metodologia de cálculo do *Search Volume Indicator (SVI)*, um indicador que mede a frequência de pesquisas no Google, para a normalização das estatísticas das notícias ao longo do período em análise. E operam com base em notícias selecionadas a partir das palavras-chave *economic growth* e o *nome do país dos*

³ Ver artigo "Computers That Trade on the News", publicado no The New York Times, a 22 de Dezembro de 2010.

BRIC. Para a distinção das notícias positivas e negativas adicionaram-se as palavras *above*, *faster* e *beat* - para a construção dos indicadores positivos - e *below*, *slower* e *miss* - para os indicadores negativos. Isto no sentido de as relacionar com o *economic growth* e as expectativas do mercado. Estas características conferem um estatuto único a estes indicadores de visibilidade e, conseqüentemente, a este estudo.

De acordo com os resultados, não se observou qualquer efeito de atração dos fundos que investem na China, ou qualquer efeito sequer capaz de induzir uma entrada de fluxos quando surgem notícias positivas sobre a economia chinesa. Antes, esse efeito de atração existe nos fundos que atuam no mercado indiano e brasileiro.

Os resultados foram mais ambíguos e divergentes quanto à hipótese de os fundos chineses serem os mais afetados perante notícias negativas do que os restantes fundos dos BRIC. E isto porque em apenas alguns casos as conclusões sugerem um efeito de aversão dos consumidores aos fundos chineses quando surgem notícias negativas acerca da economia chinesa, especialmente no período específico entre 2003 e 2006.

Adicionalmente, verificaram-se resultados consistentes na relação negativa entre notícias negativas e fluxos dos fundos, uma conclusão que Sirri e Tufano (1998) haviam indiciado originalmente embora sem a devida fundamentação prática. Isto demonstra que as notícias da imprensa especializada podem funcionar como um importante mecanismo de redução dos custos de pesquisa de informação no mercado de fundos, sobretudo ao restringir o conjunto de opções de fundos disponíveis para o consumidor.

Neste sentido, e na medida em que a literatura associa um aumento dos gastos de operação dos fundos aos gastos com marketing, perceber a notoriedade (positiva ou negativa) dos fundos pode ser uma ferramenta bastante útil para os gestores dos fundos no que toca à otimização dos recursos financeiros disponíveis.

Algumas conclusões podem ser também importantes para os reguladores, que têm como uma das principais missões contribuir para um mercado com informação simétrica, e para os investidores, que procuram nas notícias da imprensa especializada um suporte básico às suas decisões de investimento.

O estudo apresenta a seguinte estrutura: no capítulo 1 procede-se à revisão bibliográfica; no capítulo 2 descrevem-se as variáveis independente e dependente e a metodologia; no capítulo 3 são apresentados os resultados da análise empírica sobre o impacto da cobertura mediática na dinâmica dos fluxos dos fundos de investimento; e, por fim, o capítulo 4 apresenta as conclusões.

CAPÍTULO I

1. REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo apresenta-se a revisão da literatura para estabelecer o enquadramento teórico de suporte à análise empírica. Inicialmente procede-se uma breve incursão à IRH de Merton, autor que em 1987 delineou esta hipótese num contexto de mercado de capitais em que os investidores dispõem de informação incompleta. Depois revisita-se a literatura que, tendo ou não como base as premissas da IRH de Merton, testou a atenção do investidor através da utilização de inúmeras variáveis, entre elas as notícias da imprensa económica e financeira. Da revisão sobre atenção dos investidores nos fundos de investimentos apresenta-se, por fim, os aspetos que poderão distinguir a China dos demais países na captação da atenção dos investidores.

1.1. A hipótese da atenção do investidor

Em 1987, Merton desenvolveu um novo modelo para explicar o equilíbrio do mercado num contexto de informação incompleta. Introduziu uma extensão do modelo anterior de *pricing* dos ativos no mercado, o *Capital Asset Price Model* (CAPM), mas numa situação em que os investidores têm restrições ao nível da informação. Nesse modelo, Merton propôs a hipótese da atenção do investidor, defendendo que o custo de obter informação impede o agente financeiro de conhecer todas as empresas disponíveis para investir. “*The key behavioral assumption of the model is that an investor uses security k in constructing his optimal portfolio only if the investor knows about security k* ” (Merton, 1987: 488)

Merton argumentou que as companhias com menor reconhecimento têm de oferecer retornos mais elevados para reparar a assimetria de informação entre os investidores. Do outro lado, notou que empresas com maior notoriedade têm maior valor de mercado pela razão de que, com uma base de acionistas mais alargada, têm menores custos em transmitir a informação. E isto tem implicações não apenas no preço das ações mas também no custo de financiamento das empresas: “*Ceteris paribus, an increase in the relative size of the firm's investor base will reduce the firm's cost of capital and increase the market value of the firm*” (Merton, 1987: 500).

A ideia de que maior atenção do investidor estimula a procura pela ação, aumentando o seu preço de equilíbrio e reduzindo o retorno esperado⁴, trouxe uma nova abordagem à literatura sobre o comportamento dos agentes do mercado. Mas já antes Barry e Brown (1985) haviam admitido que a inclusão de uma empresa num índice de referência aumenta o reconhecimento da ação no mercado e Arbel, Carvel e Strebel (1982) notado que participações de investidores institucionais influenciam a notoriedade da empresa.

Mais recentemente, Moat *et al.* (2013) consideraram as *pageviews* na Wikipedia para antecipar a evolução do Dow Jones (Estados Unidos) e Rubin e Rubin (2010) sugeriram a frequência de edição da páginas na mesma enciclopédia *online* para aferir a notoriedade de um título de uma cotada no mercado no Dow Jones.

Bank *et al.* (2011), Da *et al.* (2011) e Latoeiro (2012) usaram a frequência de pesquisas no Google para prever o comportamento dos mercados acionistas. Dimpfl e Jank (2012) detetaram evidências de co-movimento e causalidade a Granger entre o volume de pesquisas no motor de busca e a volatilidade dos índices acionistas de referência Dow Jones (Estados Unidos), FTSE 100 (Reino Unido), CAC 40 (França) e DAX 30 (Alemanha). Ainda com o Google como indicador da atenção do investidor, Smith (2012) verificou que um aumento das pesquisas com os termos “crise económica” e “crise financeira” antecipa em uma semana o aumento da volatilidade no mercado cambial.

Na mesma linha, também a publicidade influencia a visibilidade de uma marca, atraindo notoriedade financeira da empresa e captando a atenção dos investidores (Grullon, Kanatas e Weston, 2004). Chemmanur e Yan (2009) e Lou (2014) sugerem que a publicidade induz de forma temporária pressão compradora sobre uma ação, aumentando o seu preço.

Barber e Odean (2008) comprovaram que ações com elevada liquidez e com retornos mais elevados gozam de uma visibilidade entre os investidores que outros títulos não têm, em linha com um estudo anterior de Odean (1998), que sustentou que os investidores conseguem gerir o problema de escolher entre milhares de ações para comprar limitando a sua pesquisa a ações que recentemente prenderam a sua atenção.

⁴ Lehavy e Sloan (2005) demonstraram que retornos contemporâneos estão positivamente relacionados com mudanças no reconhecimento do investidor, que futuros retornos estão negativamente relacionados com mudanças no reconhecimento do investidor, que as relações atrás descritas são mais fortes nas ações com maior risco e que o investimento empresarial e as atividades financeiras estão ambas positivamente relacionadas com a atenção do investidor.

Eventos como a superação dos limites máximos dos preços das ações (Seasholes e Wu, 2004) ou níveis recorde do Dow Jones (Yuan, 2011) são capazes de centrarem os holofotes do mercado.

Enquadrando a sua abordagem a meios de comunicação menos convencionais, Bollen, Mao e Zeng (2011) conseguiram identificar mudanças no sentimento dos investidores nos mercados norte-americanos através dos *feeds* da rede de *microblogging* Twitter. Zhang, Fuehres e Gloor (2011) repararam que uma percentagem significativa de *tweets* emocionais se correlaciona negativamente com o desempenho dos índices americanos Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq, mas exibem uma correlação positiva significativa com o VIX. Zheludev, Smith e Aste (2014) utilizaram técnicas de análise do sentimento e medidas de Teoria da Informação para demonstrar que o sentimento das mensagens veiculadas nas redes sociais pode conter informação *ex-ante* estatisticamente significativa sobre os futuros preços do índice S&P 500 e de um conjunto limitado de ações. E Yigitcan Karabulut (2013), usando modelos *noise trader*, encontrou que o indicador Facebook's Gross National Happiness (GNH) tem capacidade preditiva tanto nos retornos diários como no volume de liquidez no mercado acionista norte-americano. “*For instance, an increase of one standard deviation in GNH is associated with an increase of 11.23 basis points in market returns over the next day*” (Karabulut, 2013:1).

1.2. As notícias como proxy da atenção no mercado

Além das variáveis usadas para medir a atenção do investidor supra referenciadas, outra parte da literatura deu relevo às notícias publicadas na imprensa económica e financeira como um indicador legítimo para medir a atenção do investidor. Até os próprios agentes no mercado começam a aperceber-se da importância das notícias para identificar mais rapidamente o sentimento dominante entre os investidores a determinado momento (Bowley, 2010).

Apoiando-se nas notícias produzidas diariamente, agências noticiosas especializadas como a Bloomberg, Dow Jones Service News e Thomson Reuters oferecem serviços que ajudam os seus clientes filtrarem notícias automaticamente. Em particular, a agência Dow Jones, contando com a colaboração de académicos da Universidade de Columbia, compilou num dicionário cerca de 3.700 palavras que podem sinalizar mudanças no sentimento do investidor. Como por exemplo *strenght*, *winner* ou *ingenuity* como sinais positivos ou *litigious*, *colludes* ou *risk* como sinais negativos. Outras empresas de investimento usam *softwares* de análise de texto para monitorizar conteúdos publicados *online*, sejam em jornais ou redes sociais, com algoritmos capazes de interpretar mensagens, incluindo *emoticons* como :) ou :\.

Ainda assim, estudos da década de 80 apontaram fragilidades na relação entre notícias e evolução do preço dos ativos e só a partir do final do milénio passado é que essa ligação se tornou mais evidente. Roll (1984) considerou pouco significativa a importância dos *media* sobre a meteorologia na performance do contrato sobre o sumo de laranja. Cutler, Poterba e Summers (1991) consideraram que importantes notícias qualitativas não parecem contribuir para explicar os retornos do mercado quando desacompanhadas de acontecimentos quantitativos macroeconómicos.

Por seu turno, medindo quantitativamente as interações entre *media* e mercado acionista, através da análise diária ao conteúdo de uma popular coluna do Wall Street Journal, o *Abreast of the Market*, Paul Tetlock (2007) descobriu que um tom de pessimismo elevado dessa opinião prevê maior pressão vendedora sobre as ações do índice industrial Dow Jones, indo ao encontro das referências teóricas relativamente ao conteúdo dos *media* como indicador de nova informação sobre o valor fundamental do ativo. Dougal *et al.* (2012), analisando a mesma coluna de opinião, sugerem que o jornalista financeiro tem potencial para influenciar o comportamento do investidor, pelo menos em horizontes temporais curtos.

Está igualmente documentado que o volume de transações aumenta nos dias em que a informação é divulgada (Bamber, Barron e Stober, 1997). E que, quando Maria Bartimoro menciona uma ação durante o programa Midday Call, na CNBC, o volume de transações desse título aumenta quase cinco vezes nos minutos após a menção (Busse e Green, 2002). Pollock e Rindova (2009), analisando 225 ofertas públicas iniciais, argumentam que a informação disponibilizada pelos jornais afeta a perceção dos investidores relativamente às empresas que estão para estrear em bolsa.

Num estudo sobre as empresas listadas no New York Stock Exchange e 500 outras cotadas do índice tecnológico Nasdaq, Fang e Peress (2009) demonstraram que uma carteira de ações sem exposição mediática rende mais 3% ao ano do que um conjunto de ações que dispõem de elevada cobertura da parte dos *media*, consistente com a premissa da IRH de Merton segundo a qual empresas menos conhecidas têm de oferecer maiores retornos para entrar no radar dos investidores. Larkin e Ryan (2008) classificaram notícias da agência Dow Jones como Positiva, Negativa e Neutral para prever movimentações intradiárias dos preços dos títulos do S&P 500. Gidófalvi e Elkan (2001) fizeram uma abordagem semelhante relativamente ao índice tecnológico Nasdaq, demonstrando que os movimentos de curto-prazo dos preços das ações podem ser previstos através das notícias financeiras.

E, num contexto de crise, Casarin e Squazzoni (2013) demonstraram que os jornais Wall Street Journal, Financial Times e Il Sole24ore e os índices Dow Jones, FTSE e MIB influenciam mutuamente na geração de volatilidade no mercado.

Apesar da crescente importância da comunicação social na identificação do sentimento dos investidores, a questão de saber se uma notícia publicada é realmente lida é tida como um dos principais contraindicativos no uso da variável para medir a atenção do investidor. Da *et al.* (2011) sublinham que esse problema não se coloca a outros indicadores da atenção, como a frequência de pesquisas no Google que utilizaram no seu estudo para prever a evolução do preço de uma ação na sua estreia em bolsa.

Combinar o nível de produção de notícias com as visualizações poderia constituir um melhor indicador para captar a atenção, como fizeram, por exemplo, Moat *et al.* (2013) a propósito das *pageviews* na Wikipedia para antecipar a evolução do Dow Jones, ou Mestyán, Yasseri e Kertész (2013) sobre as *pageviews* e edições na mesma enciclopédia *online* para prever o sucesso de filmes no cinema. No caso do presente estudo, não foi possível obter dados relativamente às visitas das notícias. Em relação às pesquisas na Internet, apesar de marcarmos uma intenção do utilizador quando efetua uma busca, não nos indicam com que finalidade essa pesquisa foi concretizada, limitando o poder explicativo do Google na captação da atenção do investidor.

Em contrapartida, as notícias publicadas na imprensa especializada reduzem o seu público-alvo a profissionais ligados à área dos mercados financeiros, investidores sofisticados e aos consumidores interessados em produtos financeiros, como os fundos de investimento, e que procuram de uma forma ativa notícias como base de decisão para os seus investimentos.

No caso da Bloomberg, a agência fornece notícias sobre economia, finanças, empresas, mercados financeiros, artigos de opinião, *breaking news*, entre outros tipos de conteúdos editoriais. Além disso, a agência publica regularmente sondagens junto de economistas, casas de investimento e analistas, que fazem previsões sobre a evolução de indicadores económicos como o Produto Interno Bruto (PIB), taxa de inflação, entre outros, tentam antecipar decisões dos bancos centrais sobre a taxa de juro ou estimar os resultados das empresas. Também por aqui surgiram alguns estudos para testar a eficiência dos mercados⁵.

⁵ Ver Braberman e Urga (2003), Vrugt (2009) e Andersson, Ejsing e Landesberger (2008), por exemplo.

1.3. O efeito da atenção nos fundos de investimento

Entre milhares fundos de investimento, qual escolher para alocar as minhas aplicações? O problema com que se depara o investidor no mercado acionista poder-se-á também colocar na tomada de decisão na escolha de um fundo de investimento.

Em muitos casos, o investidor pode ser aconselhado pelo seu banco ou intermediário financeiro para investir em determinado fundo. Mas como Merton (1987) sublinhou em relação ao mercado acionista: *“As with the firm, information from brokerage or investment services will only influence an investor's decisions if he knows about the source and has incurred the set-up cost to properly calibrate the information. Similarly, the investor knows about only a small number of money management institutions and if he does not know about an institution, he will not invest with it”* (Merton, 1987: 490).

Sirri e Tufano (1998) foram talvez os primeiros a estudar a influência das notícias nos fundos mutualistas de ações. Analisando referências nas notícias a fundos de investimento nos Estados Unidos, os dois autores repararam que a cobertura mediática é maior para os fundos com mais ativos, fundos com comissões mais elevadas e fundos com retornos mais voláteis. Por outro lado, os *media* parecem tratar os fundos com bons e maus desempenhos de forma quase igual. No entanto, os dois autores verificaram que a ligação entre a exposição mediática do fundo e a entrada de fluxos é insipiente, conclusão que, ainda assim, não os desmotivou: *“If the media are important determinants of consumer decisions, they probably deserve much more attention in the finance literature”* (Sirri e Tufano, 1998: 1620).

O mesmo estudo de Sirri e Tufano encontrou na indústria de fundos evidências já observadas no mercado acionista: do mesmo modo que uma ação tem maior notoriedade quando exhibe elevados níveis de rentabilidade, também um fundo de investimento que apresenta retornos passados mais robustos goza de um reconhecimento que outros fundos não conseguem apresentar. Os dois autores sugeriram que os investidores tomam decisões de compras nos fundos tendo em conta informações de desempenho anteriores, mas fazem-no assimetricamente. De forma desproporcionada, investem mais nos fundos que tiveram um bom desempenho no período anterior. Este resultado vai em linha com o que Gruber (1996) e Goetzmann e Peles (1997) destacaram a propósito do crescimento da indústria dos fundos mutualistas nos Estados Unidos na década de 90: os investidores individuais procuram desempenhos passados⁶. Além disso, Sirri e Tufano indicam, através da medição dos fluxos, que estes estão diretamente

⁶ Todavia, conforme salientaram Berk e Green (2002: 1), *“past performance cannot be used to predict future returns, or to infer the average skill level of active managers”*.

relacionados com a complexidade da família dos fundos, o que permite baixar os custos de pesquisa dos consumidores.

Também Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) e Gualtieri e Petrella (2005) analisaram a relação entre menções a fundos nos *media* e os fluxos financeiros com impacto na redução dos custos de pesquisa e no efeito de aprendizagem. Sobre o efeito de aprendizagem, os primeiros autores provaram que os investidores têm a oportunidade de, ao longo do tempo, aprender com os fundos de investimento e adaptar as suas decisões de compra perante o peso atribuído a determinados fatores, como a divulgação de notícias. Enquanto estes estudaram esta relação no mercado norte-americano de fundos no período entre 1994 e 2000, Gualtieri e Petrella (2005) analisaram a indústria italiana da mesma perspetiva, nos cinco anos entre 1999 e 2004, obtendo resultados similares: os artigos que denotavam um tom positivo (negativo) determinavam um aumento (decréscimo) de fluxos para os fundos citados.

Tendo como ponto de partida cerca de 16 mil mudanças de nome de fundos de investimento sob gestão após o fim da bolha tecnológica em 2000, para melhor refletir a orientação de valor, Cooper, Gulen e Rau (2005) provaram que o investidor manifesta atitudes irracionais sempre que o fundo altera o seu nome para uma designação mais atual e sedutora. Os autores aperceberam-se que quando há uma mudança de nome, os fundos registam um aumento significativo nos fluxos financeiros. Este aumento dos fluxos fora do normal é da ordem dos 20% no ano após mudar o nome. E os gestores dos fundos aproveitam-se dessa situação uma vez que não fazem alterações no portefólio do fundo.

Como em Grullon, Kanatas e Weston (2004), Chemmanur e Yan (2009) e Lou (2014), relativamente à importância da publicidade na valorização das ações, Jain e Wu (2000) associaram o aumento dos fluxos a um acréscimo dos gastos com publicidade. E Jordan e Klaus (2002) enfatizaram a importância da publicidade nos fundos de investimento, reclamando que a perceção de risco de investimento da parte de um investidor baixa se uma companhia de investimento bem reputada publicita o fundo mutualista.

Neste capítulo, Huhmann e Bhattacharyya (2005) demonstraram que firmas de fundos de investimento usam técnicas, como a omissão de determinadas informações, para aumentar a probabilidade de os seus anúncios serem notados à medida que se vão apercebendo da importância de comunicar com os investidores. E Kirmani e Wright (1989) evidenciaram que o mero ato de publicitar um fundo pode levar os investidores a concluir que é de elevada qualidade, acabando por, de alguma forma, atrair a atenção.

1.4 O que tem a China de tão especial?

Revisitada a hipótese da atenção do investidor nos mercados financeiros e, em particular, no mercado dos fundos de investimento, procede-se, por fim, à exploração de alguns argumentos que poderão distinguir o nome China num fundo de investimento.

Desde o início do milénio, a China tem conhecido um período crescimento económico com taxas superiores a 7%, tornando-se nos anos mais recentes na segunda maior economia mundial⁷. A robustez e emergência da economia chinesa limitaram o impacto das crises do *subprime* norte-americana e das dívidas soberanas na Zona Euro⁸ na economia global, oferecendo perspectivas ímpares para os investidores apostarem na valorização do mercado acionista chinês⁹.

Neste contexto, a hipótese de um fundo que investe na China captar maior atenção parece ganhar força. No plano comportamental, por duas razões principais: 1) porque as decisões de compras nos mercados seguem dois critérios dominantes, a perceção de risco de investimento e o retorno esperado (Markowitz, 1952); e 2) porque as expectativas dos investidores em relação à incerteza de futuros acontecimentos desempenham um papel fulcral na tomada de decisão de investimento (Wärneryd, 1999).

Reforçando esta ideia, pretende-se verificar que o efeito cosmético que Cooper, Gulen e Rau (2005) demonstraram através dos fundos de investimento com uma designação orientada para a criação de valor poderá também ser observado nos fundos com atividade na China como elemento capaz de fornecer igual perceção de valor.

De resto, apesar do *gap* na literatura relativamente a este assunto, analisando as estreias em bolsa de empresas chinesas em Wall Street em 2007, Bae e Wang (2012) verificaram que as companhias com o nome China conseguiram um melhor desempenho no primeiro dia em bolsa, independentemente das diferentes características, níveis de risco ou liquidez das recém-cotadas. Os dois autores concluem que este efeito positivo do nome China é consistente com a hipótese da atenção do investidor, no sentido em que uma maior pressão nos preços é causada por um aumento da atenção dos investidores nas ações com o nome China.

⁷ Dados do World Bank, desde 1984, em data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries.

⁸ Ver Yongding (2010) e Chung e Mascitelli (2013).

⁹ No seu modelo de mercado eficiente, Grossman e Shiller (1981) sugere o valor das ações através do cálculo do valor descontado dos dividendos futuros.

Neste contexto, torna-se interessante destacar que as companhias chinesas lideram o ranking de maiores IPO de sempre, com Alibaba, Agricultural Bank of China, ICBC e a AIA Group a ocuparem os quatro primeiros lugares da tabela de maiores entradas em bolsa da história, segundo um relatório publicado no dia 22 de Setembro de 2014, pela Deals Intelligence, da Thomson Reuters.

Em suma, a tomada de decisões com base na atenção tem implicações em várias situações económicas. Neste estudo, procede-se a uma avaliação da tomada de decisão no contexto de compra de fundos de investimento. Escolher que fundo de investimento comprar representa para o investidor um problema face à extensa diversidade da oferta. E, neste campo, a atenção do investidor há muito que tem sido reconhecida como uma variável crítica no processo de tomada de decisão.

Argumenta-se, portanto, que os investidores/consumidores resolvem este problema ao comprar fundos que recentemente prenderam a atenção devido ao facto de o fundo de investimento operar no mercado chinês.

Capítulo II

1. DADOS E METODOLOGIA

Descreve-se neste capítulo a explicação sobre a escolha do conjunto formado pelos BRIC como zona de objeto de estudo deste trabalho, seguindo-se a caracterização das variáveis dependente e independente.

1.1. Porquê Brasil, Rússia, Índia e China

Optou-se pelo conjunto dos BRIC para esta análise por razões de ordem metodológica, económica e financeira.

Quanto à primeira razão, face ao objetivo do estudo de tentar encontrar um efeito de atratividade do nome China nos fundos de investimento, similar ao que Bae e Wang (2012) evidenciaram nas cotadas chinesas listadas na bolsa norte-americana, procurou-se estabelecer uma análise comparativa entre os fundos de investimento com o nome China e outros sem esse elemento distintivo na atenção do investidor. No entanto, face ao número significativamente reduzido de fundos sem o nome China, esta metodologia ficou irremediavelmente posta de lado.

Em alternativa, por razões de natureza económica, optou-se pelo grupo dos BRIC para esta análise por incluir economias que na última década mais se equiparavam em termos de perspetivas de crescimento económico acima das economias desenvolvidas.

O acrónimo BRIC foi cunhado por Jim O'Neill, então no cargo de *Head of Global Economic Research* do Goldman Sachs, no estudo “*Building Better Global Economic BRICs*”, publicado em 2001, a propósito da crescente preponderância económica destes países, tanto individualmente mas também como bloco único económico. As perspetivas de então eram de que as suas economias combinadas iriam representar, num cenário mais otimista, mais de 25% da economia global no final dessa década, com destaque para a China.

As projeções de crescimento do Goldman para cada país dos BRIC eram diferentes: a economia chinesa iria crescer mais do que as outras. Mas a forma eficaz com que o acrónimo foi aceite globalmente até aos dias de hoje sugere que, entre as principais economias do mundo, Brasil, Rússia, Índia e Rússia eram as que iriam crescer de forma mais acelerada. Por esta razão foram excluídas as economias emergentes mais pequenas.

Segundo o Banco Mundial, a década entre 2003-2013 foi declaradamente de expansão económica acelerada no conjunto dos BRIC, com especial evidência para a trajetória do crescimento chinês (ver Quadro 1.1.1.). Mais irregulares foram as taxas de crescimento

apresentadas pelo Brasil e pela Rússia. Só a Índia conseguiu observar taxas próximas das da China.

Em virtude desse crescimento, os mercados acionistas dos BRIC expandiram-se de forma acentuada durante esse período, passando de uma capitalização de cerca de 2.000 milhões de dólares em 2000 para 8.000 milhões de dólares em 2010 e, potencialmente para os 59.000 milhões de dólares em 2030, segundo outro relatório do Goldman Sachs com o título “*EM Equity in Two Decades: A Changing Landscape*”, publicado posteriormente, em 2010.

Isto argumenta, no plano financeiro, em favor das oportunidades dos mercados acionistas que estas economias emergentes ofereciam e que outros mercados de ações não conseguiam oferecer, na medida em que o valor fundamental das ações depende da força da atividade económica, refletindo-se no valor dos dividendos, conforme já discutido no final do capítulo anterior.

Escolheu-se a década (11 anos, na verdade) que vai de 2003 a 2013 por várias razões: 1) por ser um período de tempo consideravelmente amplo para testar a hipótese da atenção do investidor no mercado dos fundos de investimento, 2) porque coincide com várias fases do ciclo económico global, tal como definido por Burns e Mitchell (1946), desde o período da Grande Moderação¹⁰ nos Estados Unidos, caracterizada pela baixa volatilidade da taxa de inflação e do PIB e que terminou em 2007¹¹ com o início da crise do *subprime*, até aos primeiros anos da crise das dívidas soberanas na zona euro; 3) e porque abarca vários momentos da maturação das economias dos emergentes: desde início do *boom* económico até aos primeiros sinais de abrandamento da expansão económica¹².

1.2. Variável dependente: Fluxos financeiros

Dentro dos mercados financeiros é difícil de descortinar decisões individuais dos investidores. A dimensão e o anonimato do mercado tornam ainda mais complexo perceber o contexto em que determinada decisão foi tomada, ou *timing* e o impacto dessa escolha.

¹⁰ Termo popularizado pelo ex-presidente da Reserva Federal norte-americana Ben Bernanke num discurso em 2004, disponível em <http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/20040220/>

¹¹ Ver artigo de Craig S. Hakkio, da Federal Reserve Bank of Kansas City, disponível em <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/65>

¹² Ver artigo “Emerging economies: When giants slow down”, publicado na Economist, a 27 de Julho de 2013, disponível em <http://www.economist.com/news/briefing/21582257-most-dramatic-and-disruptive-period-emerging-market-growth-world-has-ever-seen>

Porém, a literatura mostra que é possível contornar estes obstáculos percebendo o comportamento dos investidores através dos fluxos financeiros dos fundos de investimento mutualistas em ações¹³. Pretende-se com este trabalho assim complementar estudos anteriores sobre as razões que poderão influenciar a dinâmica dos fluxos nos fundos de investimento.

A evolução dos fluxos financeiros nos fundos de investimento constitui a variável dependente em análise. Goetzmann, Massa e Rouwenhorst (2000) e Cooper, Gulen e Rau (2005) sugerem que os fluxos financeiros dos fundos de investimento são um importante instrumento para se perceber o comportamento do investidor. Particularmente, defendem estes autores, os fluxos permitem capturar variações na atenção do investidor. Nos seus estudos académicos, os investigadores definiram o fluxo financeiro de um fundo de investimento x entre o período $t-1$ e t através da fórmula:

$$F_{x,t} = \frac{TNA_{x,t} - (1 + r_{x,t})TNA_{x,t-1}}{TNA_{x,t-1}} \quad (1)$$

onde $F_{x,t}$ é fluxo financeiro do fundo de investimento no período t , $TNA_{x,t}$ é o Ativo Líquido Total do fundo no período t e $r_{x,t}$ é o retorno do fundo face ao mês anterior.

Esta fórmula considera o fluxo financeiro como variável que permite medir o crescimento do património dos fundos sem considerar o crescimento interno dos ativos, embora assuma o reinvestimento dos proveitos.

A amostra dos fundos foi retirada da base de dados da Lipper, serviço disponibilizado pela Thomson Reuters que agrega dados financeiros de todos os fundos de investimento do mundo, incluindo do conjunto dos BRIC, numa base mensal. Foram retirados da amostra os países com um número de fundos residual, abaixo de 100, por uma questão de representatividade que facilitasse o tratamento estatístico.

Os fundos de investimento são divididos de acordo com a classificação Lipper Global: China e Greater China (engloba, além da China, as regiões de Hong Kong, Macau e Taiwan), Brasil,

¹³ Há inúmeros estudos que analisam o comportamento dos investidores por via dos fluxos financeiros para os fundos mutualistas de ações, como por exemplo: Chevalier e Ellison (1995), Capon, Fitzsimons e Prince (1996), Sirri e Tufano (1998), Goetzmann, Massa, e Rouwenhorst (2000), Berk e Green (2002), Cooper, Gulen e Rau (2005), Huang, Wei e Yan (2007) e Cha e Kim (2010)

Rússia e Índia. Além disso, a amostra considera fundos generalistas, não distinguindo-os por sectores.

De acordo com o Quadro 1.2.1., os fundos que investiram na Índia apresentaram retornos médios mais elevados, os fundos que investiram no Brasil (correspondente à maior subamostra) foram os que em média mais cresceram em termos de fluxos e os fundos que investiram na Greater China detinham Ativo Líquido Total mais valioso. O Quadro 1.2.2. indica que os fluxos para os fundos cresceram a um ritmo mensal de 0.041%, apresentando uma média de 77.425 milhões de Ativo Líquido Total. O retorno médio mensal foi positivo para uma amostragem de fundos com idade média de 7.77 anos (o fundo mais velho tem quase dez anos e o mais novo quase quatro). Olhando para o número de observações de cada país, vislumbra-se difícil encontrar qualquer explicação as diferenças registadas no Brasil em relação aos restantes fundos, apesar de os Quadros 4.1.1. e 4.1.2. salientarem que o fosso surge depois do ano de 2006.

1.3. Variável independente: Bloomberg News Visibility Index

Para analisar o efeito das notícias, procedeu-se à construção do Bloomberg News Visibility Index (BNVI), um índice de visibilidade ou de notoriedade constituído à semelhança do Google Trends, que normaliza os termos pesquisados no motor de busca num período de tempo, mas com a particularidade de agregar as notícias publicadas pela agência financeira Bloomberg, compreendendo palavras-chave previamente selecionadas.

Optou-se pela Bloomberg por se tratar da maior agência financeira e noticiosa do mundo, líder no mercado de informação financeira¹⁴ e cujos serviços são subscritos por profissionais ligados à área dos mercados financeiros e investidores sofisticados. Por isso, permite obter uma seleção do público-alvo, conferindo um maior grau de certeza em relação à fonte (e finalidade) da procura da notícia. Além dos terminais da Bloomberg, as notícias produzidas pela agência são também publicadas em www.bloomberg.com, um dos *sites* de informação financeira e económica mais vistos em todo o mundo¹⁵, alargando o alcance de leitores.

¹⁴ Em 2012, a Bloomberg detinha uma quota geral de 30,82% na indústria da Informação de Mercados Financeiros, à frente da Reuters (28,48%), de acordo com o relatório Burton-Taylor Financial Market Data/Analysis Global Share & Segment Sizing 2013 - Key Competitors 2008-12. Global Market Share 2008-12. Global Segment Sizing 2008-12. Global Product Mix 2008-12. Global User Mix 2008-12. Global Institution Mix 2008-12. da Burton-Taylor International Consulting.

¹⁵ De acordo com os dados da Alexa, que controla o tráfego de websites, a Bloomberg.com ocupava o terceiro lugar entre os sites mais visitados dentro da imprensa especializada, atrás apenas da edição online do The Wall Street Journal e da Reuters.

A literatura é vasta quanto à influência das notícias nos mercados financeiros, tal como já fora abordado no ponto 1.2. do capítulo anterior. Para a construção do indicador de visibilidade a partir de notícias da Bloomberg replicou-se a fórmula do SVI do Google, que apresenta a seguinte formalização:

$$SVI_{k,t} = \frac{PS_{k,t}}{\overline{PS}_T} \quad (2)$$

onde SVI é o coeficiente Google sobre o termo particular k observado no período t , $PS_{k,t}$ designa o volume de pesquisas sobre o termo k em t e \overline{PS}_T considera a média de pesquisas sobre o termo particular k efetuadas o período analisado, T , na formulação do BNVI da seguinte forma:

$$BNVI_{k,t} = \frac{N_{k,t}}{\overline{N}_T} \quad (3)$$

onde BTNI é o coeficiente Bloomberg News sobre o termo particular k observado no período t , N é o volume de notícias publicadas mensalmente pela Bloomberg sobre o termo k no período t e \overline{N}_T é a média de notícias sobre o termo k durante o período em análise, T .

Em linha com os estudos de Bank *et al.* (2011), Da *et al.* (2011) e Latoeiro (2012), que encontraram no SVI do Google um indicador eficaz na captação da atenção do investidor, procedeu-se à construção de um indicador de visibilidade em modo ‘relativo’. Isto porque, ao apurar as variações face à média de todo o período, o modo ‘relativo’ permite estabilizar os níveis de produção noticiosa, evitando problemas que adviriam do número de notícias em termos absolutos, como a tendência crescente do número de notícias.

Para a construção das séries de notícias foram usadas as palavras-chave *nome do país BRIC e economic growth* - exemplo: *china+economic growth*. Tendo em consideração Sirri e Tufano (1998), que recomendaram mais do que uma simples contagem do número de notícias, distinguiram-se as notícias positivas das negativas através da adição das palavras-chave *above, faster e beat* como indicador de notícias positivas e *below, slower e miss* como indicadores de notícias negativas.

Com a seleção destas palavras-chave para determinar se uma notícia é positiva ou negativa pretende-se capturar o sentimento dominante do mercado, na medida em que ao crescimento

económico observado num país se contrapõem as expectativas dos economistas e analistas inquiridos pela Bloomberg.

Braberman e Urga (2003), Andersson, Ejsing e Landesberger (2008) e Vrugt (2009) utilizaram nos seus estudos um comparativo entre indicadores económicos (como a taxa de inflação ou taxa de juros) e estimativas dos analistas para efetuarem os seus estudos sobre a influência das notícias da Bloomberg nas taxas implícitas nos contratos de futuros sobre fundos da Reserva Federal norte-americana, na inflação na zona euro e no mercado de futuros de obrigações norte-americanas, respetivamente.

Entre as vantagens que Vrugt (2009) identificou nesta contraposição ‘valor observado *versus consensus*’ está a relação próxima entre as sondagens da Bloomberg e os mercados financeiros: “*Bloomberg is widely adopted among international money managers and traders and most participants in the survey are active in financial markets. The surprise element in macroeconomic announcements is instantly available after announcement and it is straightforward for traders to adjust their dynamic trading strategies to this new information*” (Vrugt, 2009: 5).

Sempre que o crescimento económico (*economic growth*) apresentou uma taxa *acima* ou *mais rápida* do que a esperada ou que *superou* as estimativas os analistas a notícia foi considerada positiva; por outro lado, se o crescimento económico apresentou uma taxa *abaixo* ou *mais lenta* do que a esperada ou que *falhou* as estimativas os analistas a notícia foi considerada negativa.

Este é um método efetivo para contornar uma das limitações clássicas que a literatura aponta à adoção das notícias como método para aferir a atenção de um investidor, o da indefinição da direção da notícia. Mas mais importante do que isso, uma vez que os *media* divulgam dados oficiais, que são amplamente difundidos pelos meios internacionais, a sua relativização pela Bloomberg permite uma análise singular no tratamento da notícia sobre o desempenho económico, conferindo um estatuto original aos índices de visibilidade construídos.

Por outro lado, este critério permite, de alguma forma, um maior controlo do problema da endogeneidade entre as variáveis notícia e fluxos dos fundos porque seleciona notícias sobre o crescimento económico e a expectativa do mercado e não notícias que referem diretamente os fundos, tal como Sirri e Tufano (1998), Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) e Gualtieri, Paolo e Petrella (2005) observaram quando abordaram a relação entre menções dos fundos nos *media* e a evolução dos respetivos fluxos financeiros.

Porém, há condicionalismos já identificados e que dificilmente podem ser ultrapassados. O facto de as notícias publicadas não contabilizarem as visualizações dos leitores torna este

indicador de visibilidade menos eficiente para medir a atenção do investidor. E também não revelam a intensidade com que as expectativas foram superadas ou defraudadas.

Além disso, as palavras-chave escolhidas podem não ser as mais determinantes para compreender o sentimento dos investidores, ao compreender um conjunto de notícias que deixa de lado aspetos importantes como evolução dos mercados financeiros ou como a situação política de cada país. Importa também sublinhar que as notícias não captam apenas o efeito notoriedade, mas captam também uma alteração nos fundamentais das acções, com impacto na percepção de risco dos investidores em relação aos fundos.

Através do BNVI são estimadas outras variáveis. São construídos os indicadores Jumps in Bloomberg News Visibility Index (JBNVI), acompanhando Da *et al.* (2011), para captar variações anormais na atenção do investidor, e tomando a diferença entre o BNVI e a média das quatro últimas observações anteriores:

$$JBNVI_{x,t} = BNVI_{x,t} - \sum_{i=1}^4 BNVI_{x,t-i} \quad (4)$$

Seguindo Bae e Wang (2012), foram ainda criadas *dummies* para as variáveis construídas a partir de BNVI. Uma *dummy* é uma variável que só pode tomar dois valores, 0 ou 1, para indicar a presença ou ausência de uma característica relevante. Assim, uma *dummy* BNVI é igual a um se o coeficiente BNVI for igual ou superior à média e é igual a zero se for inferior à média:

$$DBNVI = \begin{cases} 1, & BNVI \geq \overline{BNVI} \\ 0, & BNVI < \overline{BNVI} \end{cases} \quad (5)$$

Do mesmo modo, foram criadas ainda *dummies* para aumentos e recuos das primeiras diferenças e das *jumps*, onde as *dummies* DDIBNVI e DJBNVI são positivas se os coeficientes das primeiras diferenças (DIBNVI) e das *jumps* (JBNVI) forem superiores a zero e negativas se os coeficientes forem iguais ou inferiores a zero:

$$DJBNVI = \begin{cases} 1, & JBNVI > 0 \\ 0, & JBNVI \leq 0 \end{cases} \quad (6)$$

e

$$DJBNVI = \begin{cases} 1, & JBNVI > 0 \\ 0, & JBNVI \leq 0 \end{cases} \quad (7)$$

Nos Quadros 1.3.1. e 1.3.2. apresentam-se as estatísticas descritivas dos BNVI positivo e negativo sobre os quatro países do conjunto dos BRIC, respetivamente. Face à natureza do índice, os coeficientes médios do BNVI apresentam sempre valores iguais a um.

Nos índices de notícias positivas, o BNVI China revelou o desvio padrão mais baixo, enquanto o coeficiente máximo foi atingido pelo BNVI Índia e o coeficiente mínimo pelo BNVI Rússia. Nos índices de notícias negativas, o BNVI Índia apresentou o desvio padrão mais baixo e o BNVI com o desvio padrão mais elevado. O BNVI China registou o coeficiente máximo e o BNVI Índia o coeficiente mínimo.

1.4. Estacionariedade das variáveis

Procedeu-se à verificação da estacionariedade das variáveis BNVI através do teste de raiz unitária Augmented Dickey-Fuller (ADF). Os resultados dos Quadros 1.4.1. e 1.4.2. permitem rejeitar a hipótese nula de existência de raiz unitária com um nível de significância de 99% em todos os casos, concluindo-se que as variáveis são estacionárias.

Relativamente ao fluxo financeiro dos fundos de investimento, para avaliar se a variável pode ser descrita como um processo estacionário realizou-se o teste de raiz unitária Fisher-type (Choi, 2001). Optou-se por este teste por ser o único que permite testar dados em painel instáveis, contrariamente aos restantes testes de raízes unitárias. Este procedimento contemplou a realização de testes ADF em cada painel.

Os resultados apresentados no Quadro 1.4.3. permitem rejeitar a hipótese nula, de que todos os painéis contêm raiz unitária. A conclusão de que a variável fluxo financeiro é estacionária é consistente com o que era intuitivamente expectável para um indicador relativo e percentual.

2. REGRESSÕES

A extensa literatura sobre os fundos de investimento tem mostrado ao longo do tempo que esta indústria constitui um laboratório único para entender o comportamento individual dos investidores. E isto através da análise dos fluxos financeiros.

Aproveitando a sugestão deixada por Sirri e Tufano (1998), quanto à separação das notícias negativas e positivas, a expectativa de que há uma relação com os fluxos financeiros, tal como argumentado no primeiro capítulo, é sustentada pelos resultados da análise de correlação entre as duas variáveis.

O Quadro 2.1.1. demonstra coeficientes positivos no que diz respeito à correlação entre notícias positivas e à movimentação dos fluxos financeiros para os fundos de investimento dos BRIC. Contrariamente, o Quadro 2.1.2. demonstra coeficientes negativos na correlação entre notícias negativas e fluxos, tal como seria expectável.

Estes resultados reforçam ideia de que o surgimento de notícias positivas sobre os países emergentes significa uma entrada de fluxos para os fundos de investimento que lá investem e que à existência de notícias negativas sobre os mesmos países corresponde uma saída de fluxos desses fundos. Mas essa relação é mais intensa em relação ao Brasil e Rússia e menos intensa relativamente à China ou Índia. O mesmo se verifica quando se relacionam as notícias com os fluxos acumulados pelos fundos nos três meses seguintes.

Recordando a hipótese principal, a proposta de investigação indica que os fundos que investem na China captam maior atenção do investidor do que os fundos que investem nos BRIC. Validar esta hipótese implica por isso que se verifique uma relação positiva entre a evolução das notícias positivas sobre a China e a dinâmica de fluxos para os fundos que investem no país. E isto de uma forma mais intensa do que acontece com os outros países do conjunto de economias emergentes em análise.

Como alternativa surge a hipótese de uma notoriedade negativa afetar de forma mais intensa os fundos que investem na economia chinesa do que os restantes fundos.

2.1. BNVI normais

Utiliza-se a análise de regressão através do método de mínimos quadrados (OLS) para testar se as variáveis da Bloomberg contêm poder explicativo sobre as variações nos fluxos para os fundos de investimento, a variável dependente.

As variáveis de controlo são o fluxo financeiro, retorno, dimensão e idade do fundo, à semelhança anteriores estudos sobre os fluxos financeiros dos fundos de investimento, como por

exemplo Cooper, Gulen e Rau (2005). Para investigar o efeito das notícias introduz-se as variáveis apresentadas no Capítulo 2 que representam o fluxo de notícias sobre o país do fundo em análise. O modelo base estimado é o seguinte:

$$F_{x,t} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 BNVIp_{x,t} + \beta_5 BNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (8)$$

onde $F_{x,t}$ é a variável que representa os fluxos financeiros do fundo de investimento x no mês t , sendo uma variável que passou pelo processo de *winsorização* para evitar que observações extremas (*outliers*) distorcessem a estimação, α é a constante do modelo, e as variáveis de controlo estão desfasadas um período à semelhança dos estudos anteriores: $F_{x,t-1}$ são os fluxos financeiros do fundo de investimento do mês anterior, $R_{x,t-1}$ é o retorno do fundo de investimento do mês anterior, $TNA_{x,t-1}$ é a dimensão do fundo de investimento do mês anterior, $I_{x,t-1}$ é a idade, em anos, do fundo de investimento do mês anterior. Os regressores $BNVIp_{x,t}$ e $BNVIIn_{x,t}$ constituem os indicadores de notícias positivas e negativas da Bloomberg sobre o país x no período t . Por fim, ε_t é um processo de ruído branco.

Serão usadas outras especificações deste modelo: um com o indicador BNVI e outra com as *dummies* que indicam a presença do indicador BNVI. Como os investidores podem reagir tardiamente ao efeito das notícias, a variável dependente $F_{x,t}$ é substituída por variáveis que representam os fluxos financeiros acumulados em três, seis e 12 meses, como é especificado de seguida:

$$F_{x,t+3} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 BNVIp_{x,t} + \beta_5 BNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$F_{x,t+6} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 BNVIp_{x,t} + \beta_5 BNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (10)$$

e

$$F_{x,t+12} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 BNVIp_{x,t} + \beta_5 BNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (11)$$

Desta maneira, pretende-se verificar se o efeito das notícias persiste nos meses seguintes.

2.2. Agitações na atenção

Parte da literatura sobre a atenção do investidor no mercado abordou o tema usando como indicadores que tentam captar agitações na visibilidade dos ativos. Entre os indicadores mais utilizados estão as primeiras diferenças e os saltos ou *jumps* (diferença face à média das quatro observações anteriores) na atenção do investidor, tal como Da *et al.* (2011) e Latoeiro (2012) aplicaram nas suas investigações académicas.

Neste ponto, o objetivo passa por testar a hipótese inicial perante oscilações na notoriedade positiva e negativa que um fundo recebe por via do desempenho da economia noticiado na imprensa especializada. Neste quadro, a validação da pergunta implicará que a um aumento das notícias positivas estará associado um acréscimo da entrada de fluxos para os fundos que investem na China, e isto de uma forma mais intensa do que acontece com os outros países dos BRIC. Como hipótese secundária, uma subida das notícias negativas implicará uma saída de fluxos dos fundos chineses.

Replica-se o modelo de regressão OLS utilizado no ponto anterior. Mantêm-se as variáveis de controlo. A única diferença está no último regressor, onde os indicadores BNVI são substituídos pelas primeiras diferenças DIBNVI e pelas jumps JBNVI, em duas versões diferentes do modelo:

$$F_{x,t} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 DIBNVIp_{x,t} + \beta_5 DIBNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (12)$$

e

$$F_{x,t} = \alpha + \beta_0 F_{x,t-1} + \beta_1 R_{x,t-1} + \beta_2 TNA_{x,t-1} + \beta_3 I_{x,t-1} + \beta_4 JBNVIp_{x,t} + \beta_5 JBNVIIn_{x,t} + \varepsilon_t \quad (13)$$

onde $F_{x,t}$ é a variável que representa os fluxos financeiros do fundo de investimento x no mês t , sendo uma variável que passou pelo processo de *winsorização* para evitar que observações extremas (*outliers*) distorcessem a estimação, α é a constante do modelo, e as variáveis de controlo estão desfasadas um período: $F_{x,t-1}$ são os fluxos financeiros do fundo de investimento do mês anterior, $R_{x,t-1}$ é o retorno do fundo de investimento do mês anterior, $TNA_{x,t-1}$ é a dimensão do fundo de investimento do mês anterior, $I_{x,t-1}$ é a idade, em anos, do fundo de investimento do mês anterior. Os regressores $DIBNVI_{p,x,t}$, $DIBNVI_{n,x,t}$, $JBNVI_{p,x,t}$ e $JBNVI_{n,x,t}$ constituem os indicadores de aumentos e saltos de notícias positivas e negativas da Bloomberg sobre o país x no período t . Por fim, ε_t é um processo de ruído branco.

Serão usadas as mesmas especificações utilizadas na secção anterior: duas com os indicadores DIBNVI e JBNVI e outras duas com as *dummies* que indicam a presença de ambos os indicadores.

Capítulo III

1. RESULTADOS

1.1. BNVI normais: interpretação e discussão

Face aos resultados expostos nos Quadros 3.1.1. e 3.1.2. torna-se evidente a refutação da hipótese de os fundos que investem na China (coluna 1) captarem maior atenção dos investidores. É possível concluir com grau de confiança de 99% que há mesmo uma ligeira relação negativa na evolução do indicador de notícias positivas sobre a economia chinesa e a dinâmica de fluxos financeiros observada nos fundos de investimento que investem naquela região.

Pode-se argumentar que o indicador das notícias da Bloomberg pode não ser o mais adequado para avaliar o impacto da atenção do investidor nas dinâmicas dos fluxos financeiros dos fundos de investimento. Mas os resultados relativos aos fundos que investem na Índia (coluna 2) e no Brasil (coluna 4) contrariam este argumento e tornam mais clara a conclusão de que os fundos da China não possuem qualquer efeito de atração.

Pode-se ainda argumentar que parte deste resultado se deve à reputação algo confusa, ampla e incoerente da China, tendo em conta a complexidade da nação, as suas contradições e enormidade (Loo e Davies, 2006). Mas este argumento é demasiado ambíguo e generalista para que possa ser um determinante crucial na interpretação desta conclusão. Até porque contraria a argumentação que suportou as expectativas inicialmente formuladas. Bae e Wang (2012) observaram que o nome China numa empresa chinesa captava maior atenção junto do investidor quando se estreava na bolsa norte-americana face às outras companhias. Estes dois autores sublinharam contudo que este efeito cosmético do nome China, como consequência de uma maior pressão compradora causa pela atenção do mercado, não se verificava na bolsa de Hong Kong. Por essa razão, tentou-se replicar o mesmo procedimento exclusivamente sobre os fundos domiciliados no mercado norte-americano mas a reduzida amostra impossibilitou qualquer investigação pormenorizada.

De acordo com os resultados da regressão expostos nos Quadros 3.1.1. e 3.1.2., observa-se efetivamente algum efeito de atratividade dos fundos de investimento que exercem atividade na Índia e Brasil quando surgem notícias positivas sobre esses mercados emergentes. Neste caso, é possível afirmar, com um nível de confiança robusto, que a existência de notoriedade positiva pode significar um aumento de *inflows* na ordem de 1.2% e de 1% para os fundos indianos e brasileiros, respetivamente.

Alternativamente, pensou-se que a existência de notoriedade negativa poderia ter uma influência mais negativa nos fundos que investem no mercado chinês do que nos outros fundos. Esta segunda hipótese verifica-se. A evolução entre notícias negativas sobre a economia chinesa encontra uma correlação negativa com a entrada de fluxos. Os coeficientes são mais negativos em relação à China do que os outros países dos BRIC, são estatisticamente significativos e suportam esta conclusão. O resultado não é muito mais forte do que o verificado com os fundos brasileiros, o que, apesar de não invalidar a conclusão anterior, abre espaço a algumas dúvidas sobre o efeito que se pretendia verificar inicialmente.

Posto isto, analisando os resultados de uma forma mais global, este estudo não deixa de dar um contributo importante para a literatura dos fundos. A investigação está um passo à frente do que Sirri e Tufano (1998) haviam evidenciado. Mais do que a simples contabilização das notícias, verifica-se que a identificação das notícias positivas e das notícias negativas possui alguma força explicativa na variação dos fluxos financeiros para os fundos de investimento, tal como os dois investigadores haviam sugerido mas não comprovado empiricamente.

Atendendo estritamente à relação entre as notícias negativas e a dinâmica dos fluxos dos fundos, verificam-se coeficientes negativos nos países BRIC, à exceção da Índia. Este resultado alinha-se com o que era intuitivamente expectável, uma vez que o surgimento de notícias negativas sobre determinada economia pode naturalmente condicionar o investimento em ativos desse mercado. Embora não reportado, repetiu-se a regressão para índices BNVI sem identificação das notícias positivas e negativas e da qual derivaram resultados estatisticamente frágeis, mas consistentes com os do estudo de Sirri e Tufano (1998).

Os resultados globais apresentam ainda um cenário que está também em linha com as implicações das notícias da imprensa financeira nos movimentos de preço e volume das ações de uma empresa (Bamber, Barron e Stober, 1997; Busse e Green, 2002; Tetlock, 2007; e Dougal *et al.*, 2012).

Adicionalmente, os resultados sobre a notoriedade negativa em torno dos fundos reforçam a pertinência das notícias como variável determinante na escolha (neste caso, na rejeição) dos fundos de investimento. Perante um problema de escolha do fundo, o consumidor utiliza as notícias económicas para reduzir os seus custos na obtenção de informação, como defendido nos estudos de Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) e Gualtieri e Petrella (2005).

É razoável por isso afirmar que as notícias da imprensa financeira ajudam o consumidor no processo de decisão em relação às compras de fundos ao restringir o leque de opções. Esta é uma situação que encontra semelhanças com o comportamento do investidor descrito por Odean (1998) e Barber e Odean (2008) relativamente à notoriedade de uma ação: o agente supera o

problema de assimetria de informação limitando a sua busca no mercado a títulos que recentemente chamaram a sua atenção e escolhe uma ação dentro de um conjunto de ações que entraram no seu radar.

A diminuição dos custos na obtenção de informação levanta ainda implicações sobre o papel das notícias no processo de aprendizagem do consumidor. Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) e Gualtieri e Petrella (2005) analisaram decisões de compras de fundos ao longo do tempo perante menções de fundos de investimento em artigos em revistas especializadas do setor. E concluíram que os investidores têm a oportunidade de aprender com os fundos de investimento e de mudar a forma como pesam determinados fatores, como a cobertura mediática, no momento de decidir onde efetuar as suas aplicações. Face aos resultados apresentados e às características únicas dos indicadores BNVI, conforme elencadas no segundo capítulo, uma investigação mais profunda sobre a importância das notícias no processo de aprendizagem poderá ajudar a compreender melhor aspetos fundamentais do comportamento dos consumidores, nomeadamente em relação às suas decisões no mercado dos fundos de investimento.

Importa também sublinhar as implicações dos retornos passados ($R_{x,t-1}$) na evolução dos fluxos financeiros dos fundos. Os resultados dos Quadros 3.1.1. e 3.1.2. são consistentes com as anteriores conclusões de Gruber (1996), Goetzmann e Peles (1997), Sirri e Tufano (1998), Gualtieri e Petrella (2005) e Kaniel, Starks e Vasudevan, (2007): os investidores procuram retornos.

No caso dos BRIC, essa relação é mais pronunciada nos fundos que investem na Índia, por sinal os que apresentam um relação mais saliente entre notícias positivas e fluxos. Isto indicia que, enquanto mecanismo que reduz os custos de pesquisa do consumidor, a importância da imprensa financeira também se observa na forma como direciona o consumidor a procurar retornos passados, como Sirri e Tufano (1998) e Huang, Wei e Yan (2007) haviam notado. “*In their absence, investors might be much less performance-sensitive in allocating their monies to funds*” (Sirri e Tufano, 1998: 1591).

Relativamente às outras variáveis de controlo, os resultados para cada conjunto de fundos estão de uma forma geral consistentes com o que foram divulgados. Os fundos mais novos e com mais fluxos no mês anterior observam maior entrada de fluxos (Gruber, 1996; Goetzmann e Peles, 1997; Sirri e Tufano, 1998; e Cooper, Gulen e Rau; 2005).

Nos Quadros 3.1.3. e 3.1.4. expõem-se os resultados da replicação das anteriores regressões com a exceção da variável dependente, a dos fluxos dos fundos contemporâneos. No seu lugar, colocaram-se os fluxos acumulados nos três (colunas 1-4), seis (colunas 5-8) e 12 meses

seguintes (colunas 8-12). O objetivo é tentar perceber a extensão do efeito da visibilidade de um fundo ao longo do tempo.

Embora os resultados estejam geralmente em linha com o discutido anteriormente, adicionando robustez às conclusões, o decréscimo da intensidade dos coeficientes na relação entre notícias e fluxos financeiros é intuitivamente explicado com o aparecimento de novas notícias ao longo do tempo. Da mesma forma, também os coeficientes da relação entre as variáveis de controlo e as dinâmicas dos fluxos vão enfraquecendo, com principal incidência na variável do retorno do fundo.

1.2. Agitações na atenção: interpretação e discussão

Os resultados dos Quadros 3.2.1. e 3.2.2., sobre as primeiras diferenças positivas, sublinham a conclusão fundamental que foi avançada no ponto anterior. A hipótese principal é refutada quando se observam as leituras negativas dos coeficientes entre as notícias sobre a China e a dinâmica de fluxos para os fundos que atuam na região (coluna 1).

Por outras palavras, sempre que há um aumento de notícias positivas sobre a economia chinesa num mês face ao mês anterior observa-se uma saída de fluxos financeiros dos fundos na ordem dos 0.7%. Esta é uma situação inesperada à luz do que fora argumentado anteriormente.

Da mesma forma, os Quadros 3.2.3. e 3.2.4. expõem saltos na cobertura mediática sobre o país BRIC. Também aqui os resultados deixam poucas dúvidas: rejeita-se a hipótese principal pela razão de que os coeficientes da relação entre notícias positivas sobre a China e fluxos dos fundos são negativos, embora em níveis de significância estatística que impedem conclusões robustas.

Por outro lado, como se verificou no ponto anterior, os fundos que investem na Índia (coluna 2) parecem captar maior atenção dos investidores, na medida em que observam maior entrada de fluxos, na ordem dos 3.3%, sempre que há um aumento de notícias positivas sobre a economia indiana. Os resultados em relação aos fundos com atividade no mercado brasileiro (coluna 4) mostram que o efeito da atenção também não deve ser negligenciado. Relativamente aos fundos que investem na Rússia (coluna 3), os dados são pouco consistentes.

Embora não esteja em linha com o inicialmente expectável, este resultado sustenta a conclusão principal retirada no ponto anterior na medida em que refuta a hipótese primordial formulada relativamente aos fundos chineses.

Todavia, em relação à segunda hipótese, sobre o facto de perturbações negativas em relação à notoriedade dos fundos terem um efeito mais intenso sobre a saída de fluxos nos fundos

chineses do que nos outros fundos dos BRIC, a conclusão do ponto anterior é contrariada nos mesmos Quadros 3.2.1., 3.2.2., 3.2.3. e 3.2.4. apresentadas nesta secção.

Verifica-se, efetivamente, uma dinâmica de *outflows* nos fundos que investem no mercado chinês perante agitações da notoriedade negativa desses fundos. Mas os coeficientes são mais intensos em relação aos fundos com atividade no mercado indiano. Um aumento das notícias negativas sobre a economia da Índia face ao mês anterior poderá significar a saída de 2.8% de fluxos financeiros dos fundos aí representados.

Numa análise mais geral, estes dados conferem maior importância às notícias da Bloomberg como refletor de agitações na atenção do investidor, porque apresenta coeficientes mais intensos do que os observados com os indicadores BNVI mais simples e apresentados na secção anterior. Por isso, também acrescentam utilidade a este indicador enquanto mecanismo determinante na redução de custos de pesquisa, consistentes com os estudos de Sirri e Tuffano (1998), Gualtieri e Petrella (2005) e Kaniel, Starks e Vasudevan (2007).

Sublinhe-se ainda que um acréscimo da visibilidade positiva ou negativa dos fundos através das notícias pode igualmente revelar implicações ao nível da gestão operacional dos próprios fundos.

Isto porque, na medida em que os custos com as comissões praticadas pelos fundos estão normalmente associados ao nível de gastos do fundo com despesas de *marketing* e publicidade (Barber, Odean e Zheng, 2005), entender as mudanças mais bruscas no sentimento dos consumidores poderá ajudar os gestores a otimizar a gestão dos recursos de que dispõem para a divulgação maior ou menor dos fundos. E, tendo em consideração que os consumidores tendem a rejeitar fundos com *fees* elevadas (Barber, Odean e Zheng, 2005), estes resultados tornam-se ainda mais relevantes para os gestores dos fundos.

Por outro lado, pode ser interessante observar qual a origem ou o destino dos fluxos financeiros dos fundos que investem nestas economias emergentes. Goetzmann e Massa (2000) deram uma pista: “*We find that flows into equity funds - both domestic and international - are negatively correlated to flows to money market funds and precious metals funds*” (Goetzmann e Massa, 2000: 3).

À luz dos indicadores BNVI, construídos com base no sentimento do consumidor em relação à economia, e do mercado específico dos BRIC, aprofundar esta investigação nesta direção poderá ser importante para desvendar novos padrões comportamentais dos investidores no que toca à indústria dos fundos de investimento.

2. ROBUSTEZ

2.1. Análise por períodos: 2003-2006 e 2008-2012

No capítulo 2 argumentou-se a favor da opção pelo período entre 2003 e 2013. Em suma, as diferentes fases do ciclo económico e financeiro global foram os elementos chave para a escolha do espaço temporal da amostra. Para a conclusão desta investigação opta-se agora pela separação em dois períodos distintos: o primeiro compreende os quatro anos entre Janeiro de 2003 e Dezembro de 2006 e o segundo está compreendido entre Janeiro de 2008 e Dezembro de 2011.

Decidiu-se por esta divisão por várias razões. Os primeiros sinais da crise do *subprime* nos Estados Unidos surgiram logo no início de 2007 com o banco HSBC a apresentar prejuízos com o crescente nível incumprimentos no mercado hipotecário norte-americano e a New Century Financial, uma das maiores instituições credoras de hipotecas *subprime*, a declarar-se insolvente. Por essa razão, esse ano ficou excluído. Depois disso, o Fed adotou políticas monetárias expansionistas, através sobretudo da redução progressiva das taxas de juros diretas para níveis perto de zero e de três rondas do programa de *quantitative easing*, em 2008, 2010 e 2012. Esta situação incentivou o investimento nos mercados emergentes, que apresentavam perspectivas de elevada rentabilidade¹⁶, quando as economias desenvolvidas atravessam períodos de particulares dificuldades: à crise financeira nos Estados Unidos juntou-se depois a crise das dívidas soberanas na zona euro¹⁷.

Deste modo, pretende-se avaliar se estas questões de alguma forma influenciaram os resultados publicados anteriormente ou, por outro lado, conferir maior robustez às conclusões.

Este procedimento de divisão dos dados resultou num subdimensionamento de duas amostras. No período 2003-2006 a amostra conta no máximo com cerca de 11 mil observações, de acordo com o Quadro 4.1.1.. No período 2008-2011 são contabilizadas cerca de 70 mil observações, segundo o Quadro 4.1.2.. Sublinhe-se que as observações não se referem ao número de fundos,

¹⁶ Num testemunho no Congresso norte-americano, com o tema International Impacts of the Federal Reserve's Quantitative Easing Program, o economista Arvind Subramanian explicava: "The early part of the QE era (QE1 and QE2) witnessed large net flows of capital to Emerging Markets. But flows have declined since and did so well before the threatened withdrawal of QE in May 2013" – documento acedido em <http://www.cei.gov.cn/doc/sjhwsd/2014011417701.pdf>

¹⁷ Ver artigo "The Determinants of Euro Area Sovereign Bond Yield Spreads During the Crisis", publicado no Boletim Mensal de Maio de 2014 do Banco Central Europeu e disponível em <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201405en.pdf>

mas antes ao resultado do número de fundos vezes o número de meses, e que em alguns dos casos não se regista qualquer valor, não se contabilizando qualquer observação.

Há diferenças entre os dois períodos. Entre 2003 e 2006 os fundos que investiam nos mercados dos BRIC eram, em média, mais velhos e apresentavam maiores retornos, apesar de entre 2008 e 2011 os fundos receberem mais fluxos e apresentarem ativos líquidos totais mais valiosos. Outros aspetos importantes: a Rússia regista menos de dez observações entre 2003 e 2006, facto que terá impacto nos resultados das regressões nesse período, e o Brasil foi o país que registou um maior salto no número de observações entre os dois períodos, passando das cerca de mil observações para as 45 mil.

2.2. Regressões

As regressões adiante efetuadas repetem os passos dados nas duas secções anteriores, com exceção de não se aplicar qualquer regressão com fluxos acumulados a três, seis e 12 meses. Por uma questão de simplificação, apresenta-se imediatamente de seguida os resultados das mesmas.

2.3. Interpretação e discussão

Segundo os Quadros 4.2.1., 4.2.2., 4.2.3., 4.2.4., 4.2.5. e 4.2.6, tanto no período entre 2003 e 2006 (colunas 1-4) como entre 2008 e 2011 (colunas 5-8), a hipótese de investigação é refutada.

Os resultados não provam que exista uma relação positiva entre as notícias positivas sobre a economia chinesa e a entrada de fluxos para os fundos que investem naquela região, tal como implicava a pergunta de trabalho. Antes pelo contrário: sugerem antes que são os fundos que investem na Índia e, numa menor dimensão, no Brasil, os que possuem um efeito de atratividade quando surgem notícias positivas a respeito das suas economias. E isto tanto para o modelo ‘normal’ dos indicadores de visibilidade das notícias da Bloomberg (Quadros 4.2.1. e 4.2.2) como para o modelo que mede as agitações na atenção (Quadros 4.2.3., 4.2.4., 4.2.5. e 4.2.6).

Relativamente à hipótese secundária, os resultados são diferentes entre os dois períodos. Por um lado, os dados no período entre 2003 e 2006 validam a hipótese, uma vez que a partir dos coeficientes negativos mais intensos em relação à China (coluna 1) é possível inferir que perante notícias negativas sobre a economia se observa um maior efeito na saída de fluxos financeiros nos fundos que investem no mercado chinês do que nos outros fundos. No entanto, no período entre 2008 e 2011, os resultados baralham esta conclusão com o desvanecer a intensidade dos coeficientes relativos aos fundos chineses face aos restantes fundos dos BRIC.

Em suma, estes resultados conferem maior solidez às conclusões anteriormente apresentadas, dado não existirem grandes divergências em relação ao período completo entre 2003 e 2013.

Por fim, frisar que não foi testada a existência de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos como forma de aferir maior robustez aos resultados.

CONCLUSÃO

Esta investigação procurou avaliar se os fundos que investem na China chamam mais a atenção do que os fundos que investem nas outras economias dos BRIC. Isto implicaria que, para validar esta hipótese de trabalho, a relação entre as notícias positivas da Bloomberg sobre a economia chinesa e a dinâmica de fluxos dos fundos que investem naquele mercado teria de ser positiva e de forma mais intensa do que se observa com os fundos dos outros mercados emergentes.

Como alternativa ao efeito de atratividade procurou-se um efeito de repulsa ou aversão implicando que, perante uma notoriedade negativa, os fundos chineses observariam uma saída de fluxos mais intensa do que os outros fundos dos BRIC.

Os resultados alcançados não deixam margem para dúvidas relativamente à pergunta inicial. A partir das regressões não foi possível evidenciar qualquer efeito de atração nos fundos de investimento chineses. Há duas razões principais que atestam esta conclusão: primeiro, porque não há qualquer relação entre notícias positivas e entrada de fluxos para os fundos que investem na China; e, segundo, porque esse efeito de atratividade existe nos fundos de investimento que exercem atividade na Índia e Brasil capazes de induzir dinâmicas de *inflows*, ao contrário dos fundos chineses.

Procurou-se investigar a hipótese através de agitações na atenção do investidor. Contudo, perante subidas de notícias positivas sobre a China também não se verificou uma correspondente entrada de fluxos para os fundos. Os resultados confirmaram a conclusão fundamental deste estudo e salientaram as evidências já apontadas para os fundos na Índia e no Brasil.

Este estudo apresenta alguns contributos positivos numa área que tem merecido pouca atenção por parte da comunidade académica: a influência das notícias da imprensa especializada no comportamento dos consumidores de fundos de investimento.

Esta relação apenas foi analisada em três trabalhos identificados no presente estudo, embora de uma forma diferente e com objetivos diferentes: Sirri e Tufano (1998), Gualtieri e Petrella (2005) e Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) estudaram menções diretas dos fundos na imprensa para avaliar custos na obtenção de informação e processos de aprendizagem dos investidores, em vez da frequência de notícias publicadas sobre o crescimento económico dos BRIC como indicador indireto para medir a visibilidade dos fundos. Também aqui há outro ponto distintivo a salientar: o modo como foram construídos os indicadores de visibilidade da Bloomberg, conforme explicados no Capítulo II, reforçam o estatuto único deste trabalho.

Adicionalmente, em termos de resultados, este estudo torna mais claro que a identificação das notícias positivas e das notícias negativas possui alguma força explicativa na variação dos fluxos financeiros para os fundos de investimento. Repetiu-se a regressão para índices BNVI sem distinção das notícias positivas e negativas, mas sem resultados estatisticamente significativos, em linha com os do estudo de Sirri e Tufano (1998).

Por outro lado, verificou-se que perante notícias negativas existe um claro movimento de saída de fluxos, sublinhando a importância das notícias como variável determinante na escolha (neste caso, na rejeição) dos fundos de investimento, reduzindo os custos de pesquisa do consumidor, como defendido nos estudos de Kaniel, Starks e Vasudevan (2007) e Gualtieri e Petrella (2005). Como tal, as evidências de tal mecanismo que restringe o leque de opções de fundos são consistentes com o processo de escolha evidenciado por Odean (1998) e Barber e Odean (2008) relativamente a uma ação: os investidores superam o problema de assimetria de informação limitando a sua busca no mercado acionista a títulos que recentemente chamaram a sua atenção.

Analisando a visibilidade negativa em torno dos fundos, os resultados foram mais ambíguos e divergentes no momento de confirmar ou rejeitar a hipótese alternativa. Em alguns casos os resultados sugerem um efeito de aversão dos consumidores aos fundos chineses quando surgem notícias negativas acerca da economia chinesa, sobretudo no período específico entre 2003 e 2006. Todavia, noutros casos, os resultados observados rejeitam esta segunda hipótese.

Algumas das conclusões deste estudo podem ser importantes para vários agentes no mercado: para os reguladores, porque, entre outras principais funções, têm como missão contribuir para um mercado com informação simétrica; para os investidores, porque algumas evidências deste estudo sugerem que as notícias parecem tornar o consumidor mais sensível aos retornos passados dos fundos; e para os gestores dos próprios fundos, porque perceber a notoriedade (positiva ou negativa) dos fundos pode ser uma ferramenta bastante útil para a otimização dos recursos disponíveis na medida em que a literatura associa um aumento dos gastos de operação dos fundos aos gastos com marketing.

Neste ponto, torna-se importante referir que a impossibilidade de obter dados relativos aos gastos dos fundos com publicidade limitou algumas das conclusões evidenciadas pelo estudo.

Por outro lado, as limitações ao nível da frequência dos dados dos fluxos dos fundos impossibilitaram maior precisão na análise estatística dos dados, na medida em que a periodicidade mensal da série poderá esconder ou encobrir alguns resultados que adviriam de uma periodicidade diária ou mesmo semanal.

Sobre eventuais medidas de risco como variáveis explicativas adicionais, não foi possível obter dados relativamente ao risco das carteiras dos fundos. E também não foram consideradas outros indicadores de risco-país, como os *spreads* das obrigações do tesouro de cada país face à dívida alemã ou norte-americana, pois assumiu-se que parte do risco estaria já incorporado na notícia.

Houve também limitações identificadas anteriormente quanto à construção dos indicadores de visibilidade BNVI, que deixaram de lado notícias do âmbito geo-político, financeiro ou outro e que podem ter influência no sentimento do investidor.

Os resultados obtidos podem abrir as portas a eventuais investigações. Nomeadamente, perceber a origem e destino dos fluxos dos BRIC e das novas economias emergentes. Como ponto de partida, Goetzmann e Massa (2000) repararam que há uma correlação negativa entre os fluxos dos fundos de ações e os fluxos dos fundos de metais e mercado monetário.

BIBLIOGRAFIA

Andersson, Magnus, Jacob Ejsing e Julian Von Landesberger (2008), "How do Euro Area Inflation Expectations Evolve Over Time?", *European Central Bank*.

Andersson, Magnus, Lars Jul Overby, e Szabolcs Sebestyén (2009), "Which News Moves the Euro Area Bond Market?", *German Economic Review*, 10(1), pp. 1-31.

Arbel, Avner, Steven Carvell e Paul Strebel (1983), "Giraffes, Institutions and Neglected Firms", *Financial Analysts Journal*, pp 57-63.

Bae, Kee-Hong e Wang Wei (2012), "What's in a "China" Name? A Test of Investor Attention Hypothesis", *Financial Management*, 41(2), pp. 429-455.

Balduzzi, Pierluigi, Edwin J. Elton e T. Clifton Green (2001) "Economic News and Bond Prices: Evidence From the US Treasury Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(04), pp. 523-543.

Bamber, Linda Smith, Ori E. Barron e Thomas L. Stober (1997), "Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcements", *Accounting Review*, pp. 575-597.

Bank, Matthias, Martin Larch e Georg Peter (2011), "Google Search Volume and its Influence on Liquidity and Returns of German Stocks", *Financial Markets and Portfolio Management*, 25(3), pp. 239-264.

Barber, Brad M. e Terrance Odean (2001), "The Internet and the Investor", *Journal of Economic Perspectives*, pp. 41-54.

Barber, Brad M. e Terrance Odean (2002), "Online Investors: Do the Slow Die First", *Review of Financial Studies*, 15(2), pp. 455-488.

Barber, Brad M. e Terrance Odean (2008), "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors", *The Review of Financial Studies*, 21(2), pp. 785-818.

Barber, Brad M., Terrance Odean e Lu Zheng (2005), "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows", *The Journal of Business*, 78(6), pp. 2095-2120.

Barry, Christopher e Stephen J. Brown (1985), "Differential information and security market equilibrium", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20.04, pp. 407-422.

Berk, Jonathan B., e Richard C. Green (2002), "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets", No. w9275. *National Bureau of Economic Research*.

Bodnaruk, Andriy, and Per Ostberg (2009). "Does Investor Recognition Predict Returns?", *Journal of Financial Economics*, 91(2), pp. 208-226.

Bollen, Johan, Huina Mao e Xiaojun Zeng (2011), "Twitter Mood Predicts the Stock Market", *Journal of Computational Science*, 2(1), pp. 1-8.

Bowley, Graham (2010), "Computers That Trade on the News", *New York Times* 22, pp. 12.

Braberman, G. D. e Giovanni Urga (2003), "General-To-Specific Modeling of the Impact of News on Fed Funds Futures Implicit Interest Rates", *Preliminary Version*, 6.

Brady, Michael K., Brian L. Bourdeau e Julia Heskell (2005), "The Importance of Brand Cues in Intangible Service Industries: an Application to Investment Services", *Journal of Services Marketing*, 19(6), pp. 401-410.

Burns e Mitchell (1947), "Measuring Business Cycle", *NBER Books*.

Busse, Jeffrey A. e T. Clifton Green (2002), "Market Efficiency in Real Time", *Journal of Financial Economics*, 65(3), pp. 415-437.

Capon, Noel, Gavan J. Fitzsimons e Russ Alan Prince (1996), "An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision", *Journal of Financial Services Research*, 10(1), pp. 59-82.

Casarin, Roberto e Flaminio Squazzoni (2013), "Being on the Field When the Game is Still Under Way. The Financial Press and Stock Market in Time of Crisis", *Journal PLoS ONE*, 9 (1).

Cha, Heung-Joo, e Kim Jaebeom (2010), "Stock Returns and Aggregate Mutual Fund Flows: a System Approach", *Applied Financial Economics*, 20(19), pp. 1493-1498.

Chemmanur, Thomas e An Yan (2009) "Product Market Advertising and New Equity Issues", *Journal of Financial Economics*, 92(1), pp 40-65.

Chen, Joseph, *et al.* (2004), "Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of

Liquidity and Organization", *The American Economic Review*, pp. 1276-1302.

Chevalier, Judith A., e Glenn D. Ellison (1995), "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", *No. w5234, National Bureau of Economic Research*.

Choi, In (2001), "Unit Root Tests for Panel Data", *Journal of International Money and Finance*, 20(2), pp. 249-272.

Chung, Mona e Bruno Mascitelli (2013), "Caught up in the Eurozone Crisis? The Case of Australia and China", *Journal of Modern Accounting and Auditing*, ISSN 1548-6583, 9(3), pp. 416-426.

Cooper, Michael J., Orlin Dimitrov e P. Raghavendra Rau (2001), "A Rose.com by Any Other Name", *The Journal of Finance*, 56(6), pp. 2371-2388.

Cooper, Michael J., Huseyin Gulen e P. Raghavendra Rau (2005), "Changing Names with Style: Mutual Fund Name Changes and Their Effects on Fund Flows", *The Journal of Finance*, 60(6), pp. 2825-2858.

Cutler, David M., James M. Poterba e Lawrence H. Summers (1991), "Speculative Dynamics", *The Review of Economic Studies*, 58(3), pp. 529-546.

Da, Zhi, Joseph Engelberg e Pengjie Gao (2011), "In Search of Attention", *The Journal of Finance*, 66(5), pp. 1461-1499.

Dahlman, Carl J. e Jean-Eric Aubert (2001), "China and the Knowledge Economy Seizing the 21st Century", *World Bank Publications*.

Dimpfl, Thomas e Stephan Jank (2011), "Can Internet Search Queries Help to Predict Stock Market Volatility?", *No. 11-15. CFR Working paper*.

Dougal, Casey, et al. (2012), "Journalists and the Stock Market", *Review of Financial Studies*, 25(3), pp. 639-679.

Engle, Robert F., e Victor K. Ng. (1993), "Measuring and Testing the Impact of News on Volatility" *The Journal of Finance*, 48(5), pp. 1749-1778.

Fang, Lily e Joel Peress (2009), "Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 64(5), pp. 2023-2052.

Foerster, Stephen R. e Andrew Karolyi (1999), "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States", *The Journal of Finance*, 54(3), pp. 981-1013.

Gidófalvi, Győző e Charles Elkan (2001), "Using News Articles to Predict Stock Price Movements", *Department of Computer Science and Engineering, University of California, San Diego*.

Goetzmann, William N., Massimo Massa e K. Geert Rouwenhorst (2000), "Behavioral Factors in Mutual Fund Flows", *INSEAD*.

Goetzmann, William N. e Nadav Peles (1997), "Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors", *Journal of Financial Research*, 20, pp. 145-158.

Grossman, Sanford J. e Robert J. Shiller (1981), "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices", *The American Economic Review*.

Gruber, Martin J. (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds", *The Journal of Finance*, 51(3), pp. 783-810.

Grullon, Gustavo, George Kanatas e James P. Weston (2004), "Advertising, Breadth of Ownership and Liquidity", *Review of Financial Studies*, 17(2), 439-461.

Gualtieri, Paolo, e Giovanni Petrella (2005), "Does Visibility Affect Mutual Fund Flows?", *Preliminary Version, Catholic University*.

Huang, Jennifer, Kelsey D. Wei e Hong Yan (2007), "Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance", *The Journal of Finance*, 62(3), pp. 1273-1311

Huhmann, Bruce A. e Nalinaksha Bhattacharyya (2005), "Does Mutual Fund Advertising Provide Necessary Investment Information?", *International Journal of Bank Marketing*, 23(4), pp. 296-316.

Jain, Prem C. e Joanna Shuang Wu (2000), "Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows", *The Journal of Finance*, 55(2), 937-958.

Jordan, Jennye e Klaus P. Kaas (2002), "Advertising in the Mutual Fund Business: The Role of Judgmental Heuristics in Private Investors' Evaluation of Risk and Return", *Journal of Financial Services Marketing*, 7(2), pp. 129-140.

Kahneman, Daniel e Mark W. Riepe (1998), "Aspects of Investor Psychology", *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), pp. 52-65.

Kaminsky, Graciela, Richard Lyons e Sergio Schmukler (2011), "Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview", *Springer US*, pp. 157-185.

Kaniel, Ron, Laura T. Starks, e Vasudha Vasudevan (2007), "Headlines and bottom lines: attention and learning effects from media coverage of mutual funds", *working paper, University of Texas, Austin*.

Karabulut, Yigitcan (2013), "Can Facebook Predict Stock Market Activity?", *ECB Job Market Paper, Goethe University, Frankfurt*.

Kirmani, Amna e Peter Wright (1989), "Money Talks: Perceived Advertising Expense and Expected Product Quality", *Journal of Consumer Research*, pp. 344-353.

Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (1992), "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 32(1), pp. 23-43.

Larkin, Fiacc e Conor Ryan (2008), "Good News: Using News Feeds with Genetic Programming to Predict Stock Prices", *Genetic Programming, Springer Berlin Heidelberg*, pp. 49-60.

Latoeiro, Pedro (2012), "Pesquisar para Decidir: o Google como Barómetro da Atenção do Investidor", *Dissertação de mestrado em Economia Monetária e Financeira, Departamento de Economia Política, ISCTE Instituto Universitário de Lisboa*.

Lehavy, Reuven e Richard G. Sloan (2005), "Investor Recognition and Stock Returns", *Review of Accounting Studies*, 13(2-3), pp. 327-361.

Loo, Theresa e Gary Davies (2006), "Branding China: The Ultimate Challenge in Reputation Management?", *Corporate Reputation Review*, 9(3), pp. 198-210.

Lou, Dong (2014), "Attracting Investor Attention through Advertising", *Working paper, London School of Economics and Political Science*.

Lumsdaine, Robin L. (2010), "What the Market Watched: Bloomberg News Stories and Bank Returns as the Financial Crisis Unfolded", *Discussion Paper, American University*.

Lynch, Anthony W., e David K. Musto (2003), "How Investors Interpret Past Fund Returns", *The Journal of Finance*, 58(5), pp. 2033-2058.

Markowitz, Harry, (1952), "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, 7(1), pp. 77-91.

Merton, Robert C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *The Journal of Finance*, 42(3), pp. 483-510.

Mestyán, Márton, Taha Yasseri, e János Kertész (2013) "Early Prediction of Movie Box Office Success Based on Wikipedia Activity Big Data", *Journal PLoS ONE*, 8(8), e71226.

Moat, Helen Susannah, *et al.* (2013), "Quantifying Wikipedia Usage Patterns Before Stock Market Moves", *Scientific Reports*, 3.

Odean, Terrance (1998), "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *The Journal of Finance*, 53(5), pp. 1775-1798.

Pearce, Douglas K., e V. Vance Roley (1985), "Stock Prices and Economic News", *Journal of Business*, 58, pp. 49-67.

Pollock, Timothy G. e Violina P. Rindova (2003), "Media Legitimation Effects in the Market for Initial Public Offerings", *Academy of Management Journal*, 46(5), pp. 631-642.

Roll, R. (1984), "A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market", *The Journal of Finance*, 39(4), pp. 1127-1139.

Rubin, A. e Eran Rubin (2010), "Informed Investors and the Internet", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), pp. 841-865.

Seasholes, Mark S. e Guojun Wu (2007), "Predictable Behavior, Profits, and Attention", *Journal of Empirical Finance*, 14(5), pp. 590-610.

Sirri, Erik R., e Peter Tufano (1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows", *The Journal of Finance*, 53(5), pp. 1589-1622.

Smith, G. P. (2012), "Google Internet Search Activity and Volatility Prediction in the Market for Foreign Currency", *Finance Research Letters*, 9(2), pp. 103-110.

Spiegel, Matthew e Hong Zhang (2012), "Mutual Fund Risk and Market Share Adjusted Fund Flows", *Journal of Financial Economics*, 108(2), pp. 502-528.

Tetlock, Paul C. (2007), "Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market", *The Journal of Finance*, 62(3), pp. 1139-1168.

Tsagkias, M. (2012), "Mining Social Media: Tracking Content and Predicting Behavior", *Ph.D. thesis, University of Amsterdam*.

Vrugt, Evert B. (2009), "US and Japanese Macroeconomic News and Stock Market Volatility in Asia-Pacific", *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(5), pp. 611-627.

Wärneryd, Karl Erik (1999), "The Psychology of Saving: A Study on Economic Psychology", *Edward Elgar Publishing*.

Wine, Elizabeth e Sullivan, Aline (2001), "Growth Makes Way for Value in Mutual Fund Name Changes", *Financial Times*, edição 21 de Março, pp. 40.

Yongding, Yu (2010), "The Impact of the Global Financial Crisis on the Chinese Economy and China's Policy Responses", *Research Center for International Finance*, pp. 34-38.

Yuan, Y. (2012), "Market-wide Attention, Trading and Stock Returns", *Available at SSRN 1105532*.

Zhang, Xue, Hauke Fuehres e Peter Gloor. A. (2011), "Predicting Stock Market Indicators Through Twitter "I Hope it is Not as Bad as I Fear"", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 26, pp. 55-62.

Zheludev, Ilya, Robert Smith e Tomaso Aste (2014), "When Can Social Media Lead Financial Markets?", *Scientific reports*, 4.

ANEXOS

Quadro 1.1.1. Taxa de crescimento económico dos países BRIC (2003-2013)

Este quadro apresenta as taxas de crescimento do Produto Interno Bruto dos países BRIC entre 2003 e 2013.

	Brasil	Rússia	Índia	China
2003	1.1	7.3	7.9	10
2004	5.7	7.2	7.9	10.1
2005	3.2	6.4	9.3	11.3
2006	4.0	8.2	9.3	12.7
2007	6.1	8.5	9.8	14.2
2008	5.2	5.2	3.9	9.6
2009	-0.3	-7.8	8.5	9.2
2010	7.5	4.5	10.3	10.4
2011	2.7	4.3	6.6	9.3
2012	1.0	3.4	4.7	7.7
2013	2.5	1.3	5.0	7.7

Valores:
%

Fonte: Banco Mundial

Quadro 1.2.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo dos fundos de investimento. O período da amostra vai desde 2003 até 2013. As observações são mensais. N representa o número de fundos vezes o número de meses.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
Fluxos	0.041	3.151	-0.0001	986.052	-2.425	136504
TNA	77.425	460.824	14.31	22.325.74	0	144500
Retornos	0.007	0.107	0.0064	15.887	-0.997	144500
Idade	7.774	0.665	7.807	9.734	3.912	137896

Quadro 1.2.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo por estilo dos fundos. O período da amostra vai desde 2003 até 2013. As observações são mensais. N representa o número de fundos vezes o número de meses.

Estilo (Lipper Global)						
	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
Equity Brazil						
Fluxos	0.047	3.654	0.00004	986.052	2.425	92766
TNA	78.896	539.207	15.37	22325.74	0	95870
Retornos	0.003	0.112	0.0007	15.887	-0.997	95870
Idade	7.617	0.669	7.665	9.740	5.501	93290
Equity China						
Fluxos	0.008	0.140	0.00002	0.989	-0.460	240
TNA	54.970	71.707	1.815	225.67	0.01	262
Retornos	0.005	0.094	0.001	0.277	-0.854	262
Idade	7.584	0.515	7.622	8.405	6.516	262
Equity Greater China						
Fluxos	0.029	1.522	0.004	165.432	1.030	12800
TNA	169.455	415.391	49.27	9965.16	0	13147
Retornos	0.010	0.070	0.014	0.339	-0.418	13147
Idade	8.119	0.653	8.205	9.367	5.106	13147
Equity India						
Fluxos	0.043	2.055	-0.008	199.093	-1.118	18185
TNA	53.176	103.451	13.8	2446.23	0	22403
Retornos	0.024	0.096	0.031	0.701	-0.524	22403
Idade	8.226	0.447	8.281	9.193	3.912	18379
Equity Russia						
Fluxos	0.005	0.893	0.002	79.316	1.908	12513
TNA	14.869	99.840	1.74	4263.89	0	12818
Retornos	0.0004	0.113	0.005	19.717	-0.968	12818
Idade	7.915	0.392	7.934	8.710	4.820	12818
Total						
Fluxos	0.041	3.151	0.0001	986.052	2.425	136504
TNA	77.425	460.824	14.31	22325.74	0	144500
Retornos	0.007	0.107	0.006	15.887	-0.997	144500
Idade	7.774	0.665	7.807	9.740	3.912	137896

Quadro 1.3.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos BNVI positivos

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo do Bloomberg News Visibility Index com notícias positivas. O período da amostra vai desde 2003 até 2013. As observações são mensais.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
BNVI China	1.000	0.386	0.975	2.539	0.219	132
BNVI Brasil	1.000	0.453	1.017	2.131	0.235	132
BNVI Índia	1.000	0.426	1.035	2.849	0.146	132
BNVI Rússia	1.000	0.422	1.018	2.415	0.130	132

Quadro 1.3.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos BNVI negativos

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo do Bloomberg News Visibility Index com notícias negativas. O período da amostra vai desde 2003 até 2013. As observações são mensais.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
BNVI China	1.000	0.639	1.010	3.984	0.084	132
BNVI Brasil	1.000	0.703	0.751	3.624	0.236	132
BNVI Índia	1.000	0.582	0.894	2.889	0.039	132
BNVI Rússia	1.000	0.692	0.793	3.170	0.047	132

Figura 1.1. Bloomberg News Visibility Index positivo por país BRIC

Este gráfico apresenta a evolução mensal do Bloomberg News Visibility Index (BNVI) positivo por país dos BRIC, entre 2003 e 2013.

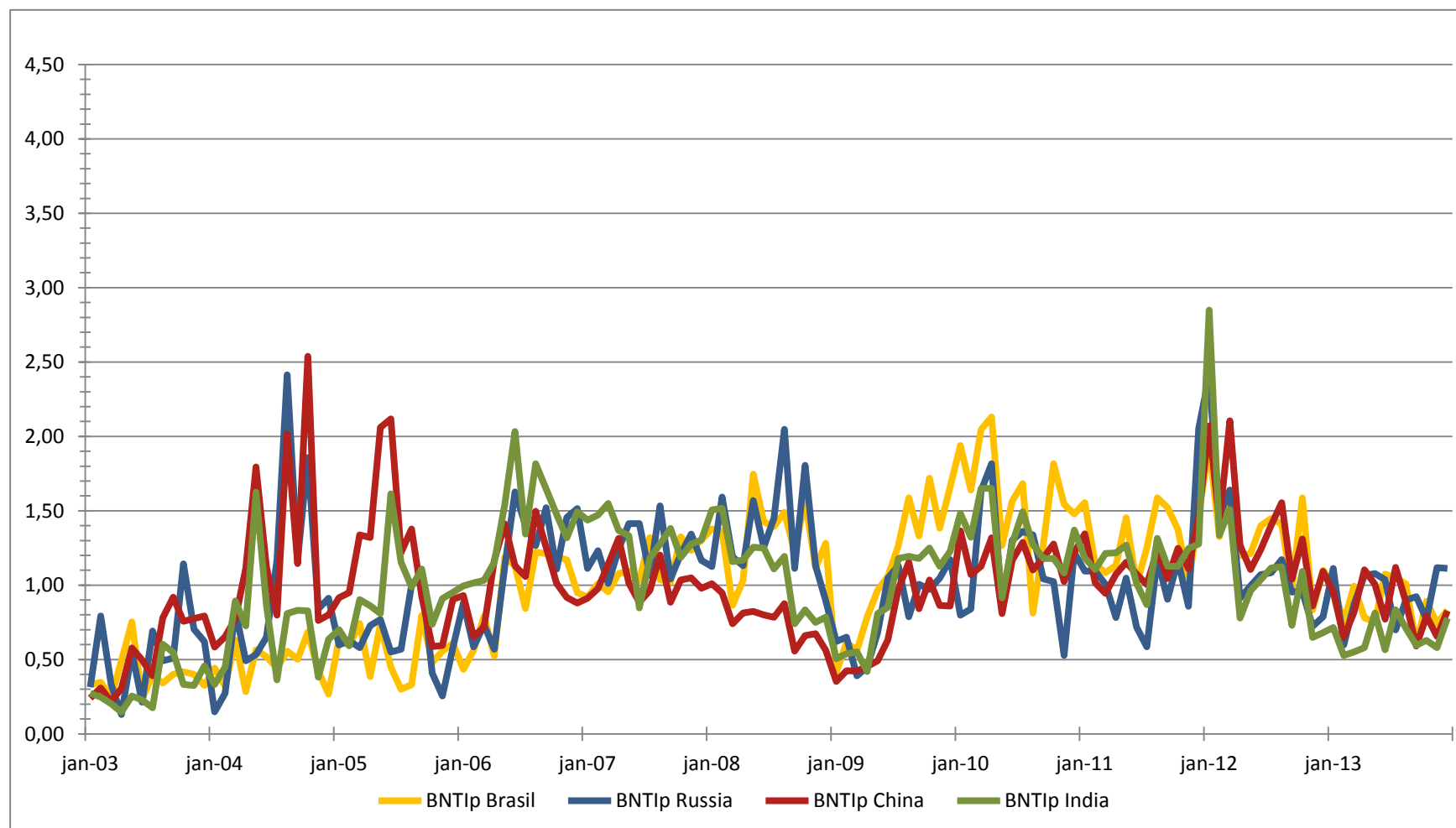
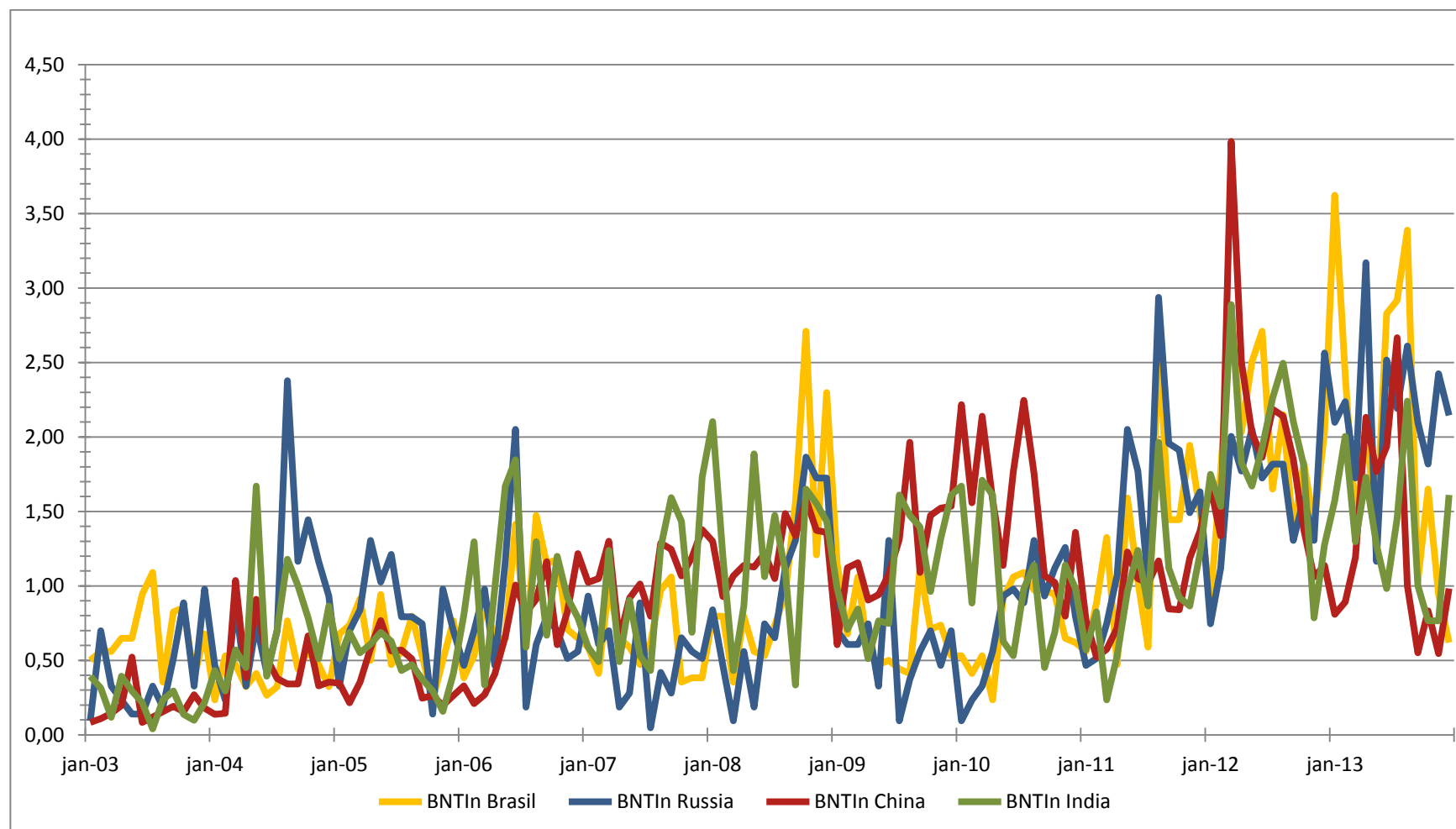


Figura 1.2. Bloomberg News Visibility Index negativo por país BRIC

Este gráfico apresenta a evolução mensal do Bloomberg News Visibility Index (BNVI) negativo por país dos BRIC, entre 2003 e 2013.



Quadro 1.4.1. Resultado do teste de raiz unitária ADF sobre os BNVI positivos

Este quadro apresenta a estatística do teste de raiz unitária Augmented Dickey-Fuller sobre os índices BNVI positivos. Rejeita-se a hipótese nula em todos os índices, concluindo-se que as variáveis são estacionárias.

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
BNVI China	-6.288	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Brasil	-4.186	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Rússia	-6.358	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Índia	-4.903	-3.5	-2.888	-2.578

Quadro 1.4.2. Resultado do teste de raiz unitária ADF sobre os BNVI negativos

Este quadro apresenta a estatística do teste de raiz unitária Augmented Dickey-Fuller sobre os índices BNVI negativos. Rejeita-se a hipótese nula em todos os índices, concluindo-se que as variáveis são estacionárias.

	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
BNVI China	-4.459	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Brasil	-5.283	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Rússia	-5.226	-3.5	-2.888	-2.578
BNVI Índia	-5.870	-3.5	-2.888	-2.578

Quadro 1.4.3. Resultado do teste Fisher-type baseado no teste ADF sobre os fluxos

Este quadro apresenta a estatística do teste de raiz unitária Fisher-type baseado no teste Augmented Dickey-Fuller sobre os fluxos monetários dos fundos de investimento. Rejeita-se a hipótese nula em todos os índices, concluindo-se que as variáveis são estacionárias.

Fisher-type unit-root test for flows_rel
Based on augmented Dickey-Fuller tests

Ho: All panels contain unit roots Number of panels = 2950
Ha: At least one panel is stationary Avr. Number of periods = 46.27

AR parameter	Panel-specific	Asymptotics:	T-> Infinity
Panel means:	Included		
Time trend:	Included		
Drift term:	Not included	ADF regressions:	1 lag

		Statistic	p-value
Inverse chi-squared(5842)	P	5.52E+04	0.000
Inverse normal	Z	-171.5287	0.000
Inverse logit t(14244)	L*	-278.4356	0.000
	Pm	456.466	0.000

P statistic requires number of panels to be finite.

Other statistics are suitable for finite or infinite number of panels.

Quadro 2.1.1. Correlação entre os BNVI positivos e os fluxos

Este quadro apresenta a correlação entre os indicadores BNVI e os fluxos financeiros dos fundos, numa base contemporânea e acumulada de três meses.

	Fluxos contemporâneos	Fluxos acumulados três meses
BNVI China positivo	0.0022	0.0012
BNVI Brasil positivo	0.0058	-0.0044
BNVI Rússia positivo	0.0045	0.0027
BNVI Índia positivo	0.0024	0.0238

Quadro 2.1.2. Correlação entre os BNVI e os fluxos

Este quadro apresenta a correlação entre os indicadores BNVI e os fluxos financeiros dos fundos numa base contemporânea e acumulada de três meses.

	Fluxos contemporâneos	Fluxos acumulados três meses
BNVI China negativo	-0.0022	-0.0178
BNVI Brasil negativo	-0.0055	-0.0384
BNVI Rússia negativo	-0.0025	-0.0519
BNVI Índia negativo	-0.0031	-0.0125

Quadro 3.1.1. Regressão OLS para os BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.100*** (7.45)	0.264*** (21.89)	-0.015 (-1.52)	0.035*** (3.09)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003*** (-3.72)	-0.004*** (-6.92)	0.000 (0.91)	-0.002*** (-11.23)
$I_{x,t-1}$	-0.001 (-0.42)	0.012*** (3.66)	-0.017*** (-7.74)	-0.011*** (-17.52)
$F_{x,t-1}$	0.278*** (8.38)	0.085*** (3.85)	0.038 (1.57)	0.278*** (29.34)
BNVI China Positivo	-0.008*** (-4.38)			
BNVI China Negativo	-0.008*** (-6.89)			
BNVI Índia Positivo		0.012*** (3.36)		
BNVI Índia Negativo		0.006*** (2.62)		
BNVI Rússia Positivo			-0.000 (-0.07)	
BNVI Rússia Negativo			-0.003*** (-2.67)	
BNVI Brasil Positivo				0.010*** (10.80)
BNVI Brasil Negativo				-0.004*** (-7.41)
Constante	0.039** (2.27)	-0.116*** (-4.03)	0.130*** (7.39)	0.087*** (18.18)
Observações	12768	14081	12244	87341
R^2	0.108	0.058	0.009	0.104

Quadro 3.1.2. Regressão OLS para as dummies dos BNNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.105*** (7.64)	0.270*** (21.77)	-0.013 (-1.27)	0.035*** (2.98)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-3.67)	-0.004*** (-6.77)	0.000 (0.87)	-0.002*** (-11.23)
$I_{x,t-1}$	-0.001 (-0.32)	0.012*** (3.38)	-0.017*** (-7.62)	-0.011*** (-17.24)
$F_{x,t-1}$	0.277*** (8.37)	0.085*** (3.85)	0.038 (1.59)	0.277*** (29.28)
DBNVI China Positivo	-0.012*** (-7.58)			
DBNVI China Negativo	-0.009*** (-5.35)			
DBNVI Índia Positivo		0.012*** (5.86)		
DBNVI Índia Negativo		0.016 (0.59)		
DBNVI Rússia Positivo			0.002 (1.24)	
DBNVI Rússia Negativo			-0.003 (-1.50)	
DBNVI Brasil Positivo				0.006*** (7.50)
DBNVI Brasil Negativo				-0.007*** (-7.78)
Constante	0.031* (1.84)	-0.095*** (-3.35)	0.125*** (7.14)	0.094*** (19.31)
Observações	12808	14081	12244	87395
R^2	0.110	0.057	0.009	0.103

Quadro 3.1.3. Regressão OLS para os BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo acumulado nos três meses (colunas 1-4), seis meses (colunas 5-8) e 12 meses (coluna 9-12). O retorno é do período anterior. Os símbolos *, ** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
$R_{x,t-1}$	0.052*** (6.78)	0.067*** (9.49)	0.003 (0.55)	0.028*** (3.15)	0.022*** (3.13)	0.067*** (11.76)	0.005 (1.43)	0.019*** (3.06)	0.003 (0.61)	0.044*** (11.37)	0.004* (1.70)	0.008** (2.53)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003*** (-3.85)	-0.005*** (-7.88)	0.000 (0.22)	-0.003*** (-11.65)	-0.003*** (-3.77)	-0.005*** (-8.28)	-0.000 (-0.31)	-0.003*** (-11.96)	-0.003*** (-3.43)	-0.005*** (-8.36)	-0.000 (-1.16)	-0.003*** (-10.94)
$I_{x,t-1}$	0.001 (0.28)	0.015*** (4.54)	-0.015*** (-7.31)	-0.011*** (-16.52)	0.002 (0.86)	0.014*** (3.80)	-0.015*** (-6.96)	-0.011*** (-15.78)	0.002 (0.79)	0.014*** (3.73)	-0.016*** (-6.94)	-0.012*** (-15.37)
$F_{x,t-1}$	0.145*** (8.82)	0.132*** (10.09)	0.059*** (4.62)	0.164*** (26.43)	0.108*** (7.97)	0.103*** (9.80)	0.047*** (5.36)	0.126*** (25.07)	0.085*** (8.28)	0.071*** (8.65)	0.023*** (2.91)	0.077*** (19.61)
BNVI China Positivo	-0.010*** (-3.92)				-0.009*** (-4.00)				-0.006*** (-2.95)			
BNVI China Negativo	-0.008*** (-6.30)				-0.005*** (-4.27)				-0.004*** (-3.04)			
BNVI Índia Positivo		0.007** (2.08)				0.007** (2.09)				0.008*** (2.66)		
BNVI Índia Negativo		0.005*** (3.14)				0.000 (0.15)				-0.001 (-0.83)		
BNVI Rússia Positivo			0.002 (1.13)				0.001 (0.80)				-0.000 (-0.36)	
BNVI Rússia Negativo			-0.004*** (-3.72)				-0.005*** (-4.79)				-0.005*** (-4.71)	
BNVI Brasil Positivo				0.001 (1.25)				-0.000 (-0.35)				-0.004*** (-5.98)
BNVI Brasil Negativo				-0.005*** (-12.13)				-0.004*** (-11.01)				-0.001*** (-3.30)
Constante	0.029 (1.63)	-0.126*** (-4.46)	0.116*** (6.88)	0.106*** (19.89)	0.014 (0.84)	-0.105*** (-3.51)	0.119*** (6.73)	0.108*** (19.23)	0.009 (0.51)	-0.105*** (-3.43)	0.122*** (6.74)	0.115*** (18.67)
Observações	12119	12946	11449	79042	11496	11947	10672	71189	10324	10173	9174	57140
R^2	0.088	0.074	0.031	0.108	0.086	0.095	0.051	0.124	0.093	0.128	0.069	0.134

Quadro 3.1.4. Regressão OLS para as dummies BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo acumulado nos três meses (colunas 1-4), seis meses (colunas 5-8) e 12 meses (coluna 9-12). O retorno é do período anterior. Os símbolos *, ** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
$R_{x,t-1}$	0.056*** (7.11)	0.068*** (9.08)	0.005 (1.05)	0.027*** (2.93)	0.023*** (3.29)	0.066*** (10.99)	0.007* (1.90)	0.018*** (2.85)	0.006 (1.04)	0.043*** (10.42)	0.008*** (2.83)	0.007** (2.32)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003*** (-3.81)	-0.005*** (-8.17)	0.000 (0.20)	-0.003*** (-11.77)	-0.003*** (-3.75)	-0.005*** (-8.51)	-0.000 (-0.30)	-0.003*** (-12.09)	-0.003*** (-3.31)	-0.006*** (-8.38)	-0.001 (-1.22)	-0.003*** (-11.06)
$I_{x,t-1}$	0.001 (0.30)	0.016*** (4.66)	-0.015*** (-7.21)	-0.011*** (-15.40)	0.002 (0.88)	0.015*** (4.02)	-0.015*** (-6.93)	-0.011*** (-14.77)	0.001 (0.34)	0.014*** (3.84)	-0.015*** (-6.88)	-0.012*** (-14.24)
$F_{x,t-1}$	0.145*** (8.82)	0.130*** (9.90)	0.059*** (4.68)	0.164*** (26.42)	0.108*** (8.04)	0.101*** (9.62)	0.047*** (5.42)	0.126*** (25.02)	0.083*** (8.23)	0.070*** (8.56)	0.024*** (2.97)	0.077*** (19.64)
DBNVI China Positivo	-0.008*** (-5.17)				-0.005*** (-3.42)				-0.007*** (-5.25)			
DBNVI China Negativo	-0.010*** (-6.25)				-0.008*** (-5.07)				-0.007*** (-4.28)			
DBNVI Índia Positivo		0.013*** (6.16)				0.010*** (4.72)				0.006*** (3.10)		
DBNVI Índia Negativo		0.003** (2.47)				0.001 (0.45)				-0.001 (-0.79)		
DBNVI Rússia Positivo			0.002** (2.58)				0.001 (1.43)				0.001** (2.45)	
DBNVI Rússia Negativo			-0.004*** (-2.71)				-0.006*** (-4.32)				-0.005*** (-4.17)	
DBNVI Brasil Positivo				-0.000 (-0.52)				0.001 (0.77)				-0.004*** (-7.53)
DBNVI Brasil Negativo				-0.008*** (-9.16)				-0.006*** (-8.79)				-0.002*** (-3.87)
Constante	0.020 (1.13)	-0.127*** (-4.50)	0.112*** (6.70)	0.101*** (18.27)	0.006 (0.35)	-0.111*** (-3.70)	0.116*** (6.58)	0.103*** (17.61)	0.014 (0.84)	-0.104*** (-3.39)	0.118*** (6.54)	0.111*** (17.05)
Observações	12159	12946	11449	79093	11536	11947	10672	71237	10364	10173	9174	57182
R^2	0.086	0.080	0.030	0.106	0.082	0.101	0.050	0.122	0.100	0.128	0.068	0.134

Quadro 3.2.1. Regressão OLS para as primeiras diferenças dos BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das primeiras diferenças das notícias da Bloomberg o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.110*** (8.01)	0.288*** (24.36)	-0.011 (-1.08)	0.037*** (3.18)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003*** (-3.97)	-0.004*** (-7.47)	0.000 (0.80)	-0.002*** (-11.02)
$I_{x,t-1}$	0.001 (0.45)	0.013*** (3.62)	-0.016*** (-7.52)	-0.009*** (-15.87)
$F_{x,t-1}$	0.281*** (8.48)	0.082** (3.64)	0.039 (1.61)	0.279*** (29.45)
DIBNVI China Positivo	-0.007** (-2.04)			
DIBNVI China Negativo	-0.011*** (-4.85)			
DIBNVI Índia Positivo		0.033*** (10.06)		
DIBNVI Índia Negativo		-0.028*** (-5.02)		
DIBNVI Rússia Positivo			-0.000 (-0.10)	
DIBNVI Rússia Negativo			-	
DIBNVI Brasil Positivo				0.011*** (5.20)
DIBNVI Brasil Negativo				-0.004*** (-5.36)
Constante	0.011 (1.89)	-0.114*** (-3.83)	0.120*** (7.02)	0.086*** (18.50)
Observações	10767	14081	12244	87340
R^2	0.105	0.074	0.009	0.103

Quadro 3.2.2. Regressão OLS para as dummies das primeiras diferenças dos BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das primeiras diferenças das notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.110*** (8.14)	0.252*** (20.54)	-0.012*** (-1.23)	0.039*** (3.18)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-4.03)	-0.003*** (-6.13)	0.000 (0.77)	-0.002*** (-10.93)
$I_{x,t-1}$	0.002 (0.81)	0.009*** (2.77)	-0.016*** (-7.52)	-0.009*** (-15.10)
$F_{x,t-1}$	0.284*** (8.56)	0.096*** (4.29)	0.039 (1.61)	0.281*** (3.18)
DDIBNVI China Positivo	-0.001 (-0.48)			
DDIBNVI China Negativo	-0.010*** (-1.73)			
DDIBNVI Índia Positivo		0.033*** (7.10)		
DDIBNVI Índia Negativo		-0.023*** (-10.83)		
DDIBNVI Rússia Positivo			-0.015** (-3.13)	
DDIBNVI Rússia Negativo			-	
DIBNVI Brasil Positivo				0.006*** (9.28)
DDIBNVI Brasil Negativo				-0.008*** (-4.92)
Constante	0.009 (0.53)	-0.090*** (-3.03)	0.136*** (7.67)	0.085*** (16.51)
Observações	12767	14081	12244	87340
R^2	0.103	0.064	0.009	0.102

Quadro 3.2.3. Regressão OLS para as jumps dos BnVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito de saltos no número de notícias da Bloomberg o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.109*** (8.06)	0.264*** (21.29)	-0.012*** (-1.18)	0.034*** (3.08)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-3.98)	-0.004*** (-6.43)	0.000 (0.83)	-0.002*** (-11.01)
$I_{x,t-1}$	0.001 (0.57)	0.010*** (2.84)	-0.016*** (-7.51)	-0.009*** (-15.57)
$F_{x,t-1}$	0.282*** (8.55)	0.084*** (3.78)	0.039 (1.61)	0.280*** (29.60)
JBNVI China Positivo	-0.004 (1.24)			
JBNVI China Negativo	-0.011*** (-4.88)			
JBNVI Índia Positivo		0.022*** (4.65)		
JBNVI Índia Negativo		-0.017*** (-3.10)		
JBNVI Rússia Positivo			-0.003** (-1.15)	
JBNVI Rússia Negativo			-	
JBNVI Brasil Positivo				0.025*** (10.58)
JBNVI Brasil Negativo				-0.002*** (-2.24)
Constante	0.006 (0.39)	-0.079*** (-2.71)	0.121*** (7.06)	0.081*** (17.62)
Observações	12764	14081	12244	87337
R^2	0.105	0.056	0.009	0.103

Quadro 3.2.4. Regressão OLS para as dummies das jumps dos BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito de saltos no número de notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
$R_{x,t-1}$	0.109*** (8.07)	0.253*** (19.65)	-0.011*** (-1.14)	0.038*** (3.18)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-4.00)	-0.003*** (-5.78)	0.000 (0.82)	-0.002*** (-11.02)
$I_{x,t-1}$	0.002 (0.83)	0.008*** (2.43)	-0.016*** (-7.51)	-0.009*** (-14.70)
$F_{x,t-1}$	0.284*** (8.58)	0.087*** (3.92)	0.039 (1.61)	0.280*** (29.59)
DJBNVI China Positivo	-0.003 (-1.59)			
DJBNVI China Negativo	-0.003*** (-2.23)			
DJBNVI Índia Positivo		0.006*** (2.89)		
DJBNVI Índia Negativo		-0.016*** (-7.91)		
DJBNVI Rússia Positivo			-0.000 (-0.13)	
DJBNVI Rússia Negativo			-	
DJNVI Brasil Positivo				0.005*** (7.99)
DJBNVI Brasil Negativo				-0.002*** (-2.71)
Constante	0.003 (0.18)	-0.059*** (-2.08)	0.120*** (7.05)	0.078*** (17.03)
Observações	12724	12768	12244	87341
R^2	0.103	0.059	0.009	0.102

Quadro 4.1.1. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo entre 2003-2006

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo por estilo dos fundos. O período da amostra vai desde 2003 até 2008. As observações são mensais. N representa o número de fundos vezes o número de meses.

Estilo (Lipper Global)						
Equity Brasil	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
Fluxos (%)	0.027	0.124	0.000	0.567	-0.296	644
TNA (milhões)	54.249	339.404	12.630	7697.390	0.000	1069
Retornos	0.061	0.055	0.065	0.277	-0.169	1069
Idade	8.407	0.433	8.343	9.740	7.859	913
Equity Greater China						
Fluxos (%)	0.025	0.099	0.003	0.567	-0.296	2469
TNA (milhões)	115.454	169.866	53.700	2595.920	0.000	2572
Retornos	0.024	0.049	0.025	0.210	-0.162	2572
Idade	8.599	0.330	8.657	9.367	7.885	2572
Equity Índia						
Fluxos (%)	-0.005	0.142	-0.012	0.567	-0.296	6937
TNA (milhões)	31.463	70.174	7.660	2446.230	0.000	7373
Retornos	0.037	0.074	0.047	0.277	-0.267	7373
Idade	8.459	0.281	8.472	9.193	7.864	5292
Equity Rússia						
Fluxos (%)	0.086	0.149	-0.001	0.360	-0.002	6
TNA (milhões)	2.047	0.603	1.820	3.010	1.500	7
Retornos	0.060	0.067	0.047	0.173	-0.025	7
Idade	8.193	0.000	8.193	8.193	8.193	7
Total						
Fluxos (%)	0.004	0.133	-0.007	0.567	-0.296	10056
TNA (milhões)	53.256	149.708	12.550	7697.390	0.000	11021
Retornos	0.036	0.068	0.044	0.277	-0.267	11021
Idade	8.494	0.322	8.513	9.740	7.859	8784

Quadro 4.1.2. Estatísticas sumárias das variáveis dos fundos por estilo entre 2008-2011

Este quadro apresenta a média, o desvio padrão, a mediana, o máximo e o mínimo por estilo dos fundos. O período da amostra vai desde 2008 até 2011. As observações são mensais. N representa o número de fundos vezes o número de meses.

Estilo (Lipper Global)						
Equity Brasil	Média	Desvio Padrão	Mediana	Máximo	Mínimo	N
Fluxos (%)	0.010	0.093	0.000	0.567	-0.296	44160
TNA (milhões)	87.963	613.073	15.830	223250.740	0.000	45803
Retornos	0.003	0.103	0.002	0.277	-0.314	45803
Idade	7.812	0.508	7.763	9.740	6.637	44199
Equity China						
Fluxos (%)	-0.003	0.090	0.001	0.372	-0.296	123
TNA (milhões)	61.626	76.987	2.325	225.670	0.010	134
Retornos	-0.012	0.094	-0.006	0.277	-0.314	134
Idade	7.689	0.360	7.622	8.405	7.009	134
Equity Greater China						
Fluxos (%)	0.003	0.087	-0.004	0.567	-0.296	5723
TNA (milhões)	186.345	458.666	50.830	6319.960	0.000	5854
Retornos	-0.003	0.084	0.002	0.277	-0.314	5854
Idade	8.075	0.573	8.005	9.367	6.700	5854
Equity Índia						
Fluxos (%)	-0.001	0.096	-0.003	0.567	-0.296	8562
TNA (milhões)	62.648	110.746	18.990	1254.350	0.010	10073
Retornos	0.002	0.105	0.011	0.277	-0.314	10073
Idade	8.138	0.428	8.084	9.193	6.664	8756
Equity Rússia						
Fluxos (%)	-0.003	0.085	-0.001	0.567	-0.296	8030
TNA (milhões)	17.351	121.629	1.880	4263.890	0.000	8307
Retornos	-0.002	0.120	0.006	0.277	-0.314	8307
Idade	7.957	0.315	7.947	8.710	6.683	8307
Total						
Fluxos (%)	0.007	0.092	0.000	0.567	-0.296	66598
TNA (milhões)	84.127	517.572	14.370	22325.740	0.000	70171
Retornos	0.002	0.104	0.004	0.277	-0.314	70171
Idade	7.895	0.500	7.840	9.740	6.637	67250

Quadro 4.2.1. Regressão OLS para os BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.321*** (6.53)	0.257*** (8.63)	-	0.087 (1.01)	0.060*** (3.89)	0.289*** (18.97)	-0.001 (-0.08)	0.027** (2.34)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003 (-1.66)	-0.006*** (-5.81)	-	-0.019* (-1.95)	-0.002** (-2.12)	-0.003*** (-4.62)	0.000 (0.47)	-0.004*** (-11.00)
$I_{x,t-1}$	-0.016** (-2.16)	0.038*** (3.84)	-	-0.009 (-0.88)	-0.006** (-2.11)	0.010*** (2.75)	-0.021*** (-5.57)	-0.016*** (-15.40)
$F_{x,t-1}$	0.386*** (8.27)	0.111*** (3.67)	-	0.185 (1.58)	0.254*** (5.03)	0.045 (1.40)	0.040 (1.53)	0.254*** (19.52)
BNVI China Positivo	-0.014*** (-4.55)				-0.020*** (-3.95)			
BNVI China Negativo	-0.005 (-0.74)				0.000 (0.00)			
BNVI Índia Positivo	0.023*** (3.08)				0.008** (2.56)			
BNVI Índia Negativo	-0.002 (-0.31)				-0.001 (-0.42)			
BNVI Rússia Positivo					0.001 (0.54)			
BNVI Rússia Negativo					0.003** (2.04)			
BNVI Brasil Positivo					0.066 (1.66)			
BNVI Brasil Negativo					-0.026 (-0.78)			
Constante	0.177*** (2.70)	-0.338*** (-3.93)	-	0.114 (1.12)	0.075*** (3.29)	-0.081*** (-2.70)	0.154*** (5.16)	0.130*** (15.36)
Observações	2388	4711	5	197	5746	7299	7774	41017
R^2	0.225	0.035	1.000	0.145	0.092	0.129	0.009	0.105

Quadro 4.2.2. Regressão OLS para as dummies dos BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito da frequência de notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variável	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.323*** (6.59)	0.224*** (7.30)	-	0.091 (0.89)	0.068*** (4.44)	0.302*** (19.92)	-0.002 (-0.18)	0.025** (2.18)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003 (-1.58)	-0.006*** (-5.72)	-	-0.018* (-1.82)	-0.002** (-2.19)	-0.003*** (-4.30)	0.000 (0.45)	-0.004*** (-10.66)
$I_{x,t-1}$	-0.017** (-2.24)	0.036*** (3.68)	-	-0.015 (-1.64)	-0.005** (-1.98)	0.009** (2.55)	-0.021*** (-5.57)	-0.016*** (-15.48)
$F_{x,t-1}$	0.387*** (8.19)	0.110*** (3.62)	-	0.180 (1.53)	0.254*** (5.04)	0.051 (1.59)	0.040 (1.52)	0.255*** (19.51)
DIBNVI China Positivo	-0.012*** (-3.87)				-0.011*** (-4.14)			
DIBNVI China Negativo	-0.012*** (-2.80)				-0.007*** (-3.14)			
DIBNVI Índia Positivo	0.019*** (3.37)				0.011*** (6.28)			
DIBNVI Índia Negativo	-0.005 (-1.00)				-0.006*** (-3.47)			
DIBNVI Rússia Positivo					0.002 (1.08)			
DIBNVI Rússia Negativo					0.004** (1.98)			
DIBNVI Brasil Positivo					0.037 (1.33)			
DIBNVI Brasil Negativo					-0.025 (-0.89)			
Constante	0.173** (2.59)	-0.306*** (-3.66)	-	0.189** (2.16)	0.066*** (2.97)	-0.069** (-2.29)	0.157*** (5.27)	0.142*** (16.31)
Observações	2388	4711	5	197	5746	7299	7774	41017
R^2	0.225	0.034	0.611	0.139	0.094	0.131	0.009	0.104

Quadro 4.2.3. Regressão OLS para as primeiras diferenças dos BNV

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das primeiras diferenças das notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *, ** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.372*** (7.36)	0.217*** (7.11)	-	0.007 (0.07)	0.063*** (3.99)	0.330*** (21.84)	-0.008 (0.71)	0.029** (2.50)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-1.87)	-0.006*** (-5.32)	-	-0.017* (-1.80)	-0.003** (-2.35)	-0.003*** (-4.43)	0.000 (0.66)	-0.003*** (-10.49)
$I_{x,t-1}$	-0.015* (-1.97)	0.029*** (3.14)	-	-0.019** (-2.80)	-0.004 (-1.45)	0.008** (2.37)	-0.021*** (-5.77)	-0.015** (-15.34)
$F_{x,t-1}$	0.397*** (8.73)	0.107*** (3.52)	-	0.178 (1.50)	0.257*** (5.07)	0.082** (2.55)	0.040 (1.54)	0.257 (19.68)
DIBNVI China Positivo	-0.012*** (-3.81)				-0.013 (-1.06)			
DIBNVI China Negativo	-0.010** (-3.04)				-0.007 (-1.25)			
DIBNVI Índia Positivo	0.010*** (2.22)				0.008** (3.37)			
DIBNVI Índia Negativo	0.000 (0.07)				-0.161*** (-20.76)			
DIBNVI Rússia Positivo	-				-0.004 (-1.22)			
DIBNVI Rússia Negativo	-				-			
DIBNVI Brasil Positivo	0.028 (1.45)				0.017*** (6.67)			
DIBNVI Brasil Negativo	-0.024 (-1.66)				-0.001 (-1.15)			
Constante	0.150** (2.34)	-0.260*** (-3.31)	-	0.210*** (3.15)	0.044** (2.13)	-0.049 (-1.63)	0.166*** (5.59)	0.133*** (16.77)
Observações	2387	4711	5	196	5746	7299	7774	41017
R^2	0.224	0.034	1.000	0.148	0.089	0.166	0.009	0.103

Quadro 4.2.4. Regressão OLS para as dummies das primeiras diferenças dos BNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das primeiras diferenças das notícias da Bloomberg o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *, ** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.345*** (7.04)	0.217*** (6.63)	-	0.010 (0.13)	0.062*** (3.93)	0.280*** (20.16)	-0.007 (-0.65)	0.029** (2.51)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-1.82)	-0.006*** (-5.53)	-	-0.017* (-1.82)	-0.003* (-1.87)	-0.003*** (-5.32)	0.000 (0.65)	-0.003*** (-10.45)
$I_{x,t-1}$	-0.015* (-1.99)	0.031*** (3.31)	-	-0.018** (-2.63)	-0.004 (-1.36)	0.008** (2.39)	0.021*** (-5.77)	-0.015** (-15.33)
$F_{x,t-1}$	0.392*** (8.53)	0.107*** (3.53)	-	0.176 (1.53)	0.256*** (5.06)	0.104*** (3.31)	0.040 (1.54)	0.257*** (19.68)
DDIBNVI China Positivo	-0.014*** (-3.60)				-0.000 (-0.15)			
DDIBNVI China Negativo	-0.018** (-2.13)				-0.001 (-0.29)			
DDIBNVI Índia Positivo	0.030*** (3.65)				0.023*** (12.02)			
DDIBNVI Índia Negativo	0.009 (0.96)				-0.054*** (-29.46)			
DDIBNVI Rússia Positivo	-				0.001 (0.75)			
DDIBNVI Rússia Negativo	-				-			
DDIBNVI Brasil Positivo	0.087* (1.86)				0.004*** (5.01)			
DDIBNVI Brasil Negativo	-0.020 (-0.71)				-0.003*** (-3.83)			
Constante	0.156*** (2.45)	-0.244*** (-3.12)	-	0.223*** (3.33)	0.041** (1.98)	-0.051* (-1.75)	0.164*** (5.54)	0.135*** (16.92)
Observações	2387	4711	5	197	5746	7299	7774	41017
R^2	0.227	0.032	1.000	0.137	0.088	0.194	0.009	0.103

Quadro 4.2.5. Regressão OLS para as jumps dos BNNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das *jumps* das notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.323*** (6.62)	0.238*** (7.35)	-	0.072 (0.95)	0.067*** (4.26)	0.367*** (18.59)	-0.007 (-0.62)	0.020** (2.14)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-1.78)	-0.006*** (-5.49)	-	-0.017* (-1.86)	-0.003** (-2.34)	-0.003*** (-4.50)	0.000 (0.66)	-0.004*** (-1.80)
$I_{x,t-1}$	-0.015** (-2.01)	0.030*** (3.23)	-	-0.015* (-1.86)	-0.004 (-1.46)	0.009*** (2.48)	-0.021*** (5.77)	-0.016*** (-15.94)
$F_{x,t-1}$	0.394*** (8.48)	0.107*** (3.49)	-	0.174 (1.50)	0.256*** (5.05)	0.085*** (2.55)	0.040 (1.54)	0.256*** (19.69)
JBNVI China Positivo	-0.013*** (-3.06)				0.001 (0.10)			
JBNVI China Negativo	-0.024*** (-3.39)				-0.020*** (-2.92)			
JBNVI Índia Positivo		0.028*** (3.27)				0.033*** (5.61)		
JBNVI Índia Negativo		0.011 (1.26)				-0.000 (-0.07)		
JBNVI Rússia Positivo			-				-0.005 (-1.35)	
JBNVI Rússia Negativo			-				-	
JBNVI Brasil Positivo				0.110* (2.02)				0.034*** (10.13)
JBNVI Brasil Negativo				-0.032 (-0.85)				-0.002 (-1.43)
Constante	0.154** (2.37)	-0.254*** (-3.23)	-	0.178** (2.53)	0.045** (2.16)	-0.057* (-1.92)	0.166*** (5.60)	0.137*** (17.15)
Observações	2384	4711	5	193	5746	7299	7774	41017
R^2	0.225	0.035	1.000	0.151	0.091	0.150	0.009	0.106

Quadro 4.2.6. Regressão OLS para as dummies das jumps dos BNNVI

Este quadro apresenta a regressão OLS para avaliar o efeito das *jumps* das notícias da Bloomberg sobre o fluxo financeiro do fundo de investimento contemporâneo com *winsorização*, nos períodos 2003-2006 e 2008-2011. O retorno é do período anterior. Os símbolos *,** e *** representam níveis de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2003-2006				2008-2011			
$R_{x,t-1}$	0.350*** (7.25)	0.220*** (6.63)	-	0.091 (1.18)	0.062*** (3.96)	0.325*** (19.10)	-0.007 (-0.67)	0.029** (2.49)
$TNA_{x,t-1}$	-0.003* (-1.84)	-0.005*** (-4.82)	-	-0.017* (-1.75)	-0.003** (-2.36)	-0.003*** (-4.38)	0.000 (0.66)	-0.004*** (-10.58)
$I_{x,t-1}$	-0.015* (-1.92)	0.026*** (2.85)	-	-0.019** (-2.88)	-0.003 (-1.35)	0.009*** (2.60)	-0.021*** (5.77)	-0.015** (-15.23)
$F_{x,t-1}$	0.392*** (8.53)	0.115*** (3.81)	-	0.171 (1.413)	0.256*** (5.06)	0.061* (1.87)	0.040 (1.54)	0.256*** (19.63)
DJBNNVI China Positivo	-0.005 (-1.37)				0.001 (0.55)			
DJBNNVI China Negativo	-0.003 (-0.77)				-0.005*** (-2.44)			
DJBNNVI Índia Positivo		0.014*** (3.28)				-0.010*** (-3.43)		
DJBNNVI Índia Negativo		-0.022*** (-4.48)				-0.019*** (-9.32)		
DJBNNVI Rússia Positivo			-				-0.001 (-0.64)	
DJBNNVI Rússia Negativo			-				-	
DJBNNVI Brasil Positivo				0.008 (0.41)				0.006*** (7.65)
DJBNNVI Brasil Negativo				0.009 (0.48)				-0.002* (-1.66)
Constante	0.149** (2.26)	-0.213*** (-2.77)	-	0.211*** (3.22)	0.041** (2.02)	-0.051* (-1.825)	0.165*** (5.59)	0.132*** (16.60)
Observações	2388	4711	5	197	5746	7299	7774	41017
R^2	0.221	0.036	1.000	0.132	0.089	0.144	0.009	0.104