



Ana Carolina Minsky Bittencourt

**Efeitos de mudanças de *ratings* de países da
América Latina no mercado acionário brasileiro**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre pelo
Programa de Pós-Graduação em
Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Roberto Moreno



Ana Carolina Minsky Bittencourt

Efeitos de mudanças de *ratings* de países da América Latina no mercado acionário brasileiro

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Roberto Moreno

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Antonio de Araújo Freitas Junior

Departamento de Administração – FGV

Prof. Nizar Messari

Vice-Decano de Pós-Graduação
do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 04 de Abril de 2008

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Ana Carolina Minsky Bittencourt

Graduou-se em Administração de Empresas pela UERJ em 2005. Trabalhou como analista de crédito em agência de classificação e bancos. Seus interesses de pesquisas estão relacionados com comportamento de preços e avaliação de empresas e projetos.

Ficha Catalográfica

Bittencourt, Ana Carolina Minsky

Efeitos de mudanças de ratings de países da América Latina no mercado acionário brasileiro / Ana Carolina Minsky Bittencourt ; orientador: Roberto Moreno – 2008.

79 f. : Il. ; 30 cm

1. Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração.

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. América Latina. 3. Classificação de risco. 4. Eficiência de mercado. 5. Estudo de evento. I. Moreno, Roberto. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

A meus pais, Sandra e Paulo, pelo apoio e pelas palavras
de incentivo durante todo o curso.

A meu companheiro de vida, Felipe, por todo o amor e a compreensão nos
momentos de ausência necessários para a realização deste trabalho.

Agradecimentos

Às amigas Fernanda e Manon, pela acolhida na nova cidade durante a fase de elaboração deste estudo.

Resumo

Bittencourt, Ana Carolina Minsky; Moreno, Roberto. **Efeitos de mudanças de ratings de países da América Latina no mercado acionário brasileiro.** Rio de Janeiro, 2008. 79p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O papel deste estudo foi investigar se as alterações de *ratings* de países da América Latina produzem impactos significativos no mercado acionário brasileiro. Por ser tratar de teste de hipótese semiforte de eficiência de mercado, o estudo foi conduzido através de teste estatístico paramétrico. Os resultados encontrados corroboram com hipótese de efeito contágio no mercado acionário brasileiro, através do índice IBX. O estudo também conclui que a intensidade do impacto também depende do tipo de informação incorporada nos anúncios de mudanças de classificações soberanas.

Palavras-chave

América Latina; classificações de risco; eficiência de mercado; estudo de evento.

Abstract

Bittencourt, Ana Carolina Minsky; Moreno, Roberto (Advisor). **Effects of Latin America sovereign *ratings* changes over the Brazilian Stock Market.** Rio de Janeiro, 2008. 79p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The objective of this study was to investigate if sovereign rating changes for Latin America affect the Brazilian stock market. To measure this potential impact, the parametrical statistical test of event study was adopted, commonly used in semi-strong market efficiency tests. The results support the idea of contagion effects in the Brazilian Market through the IBX index. This study also concludes that the impact depends on the type of announcement of *ratings* changes.

Keywords

Latin America; sovereign *ratings*; market efficiency; event study.

Sumário

1. Introdução	13
2. Problema e Metodologia	15
2.1 Tema	15
2.2 Problema	15
2.3 Objetivo	15
2.4 Relevância	16
2.5 Limitações	16
2.6 Metodologia	17
3. Mercados Eficientes	19
3.1 Conceituação	19
3.2 Teorias sobre Comportamento de Preços	20
3.3 Fundamentos	21
3.4 Condições	22
3.5 Formas de Eficiências	23
3.6 Implicações	24
3.7 Principais Testes de Eficiência Informacional	26
3.7.1 Testes de Previsibilidade de Retornos (Forma Fraca)	26
3.7.2 Estudo de Evento (Forma Semiforte)	27
3.7.3 Testes de Informações Privadas (Forma Forte)	27
3.8 Evidências Empíricas	27
3.9 Anomalias do Mercado de Capitais	29
3.10 <i>Ratings</i> x Eficiência	30
4. <i>Ratings</i> Soberanos e as Agências de Classificação	33
4.1 Histórico da Análise de <i>Ratings</i> Soberanos	33
4.2 Risco País	34
4.3 Agências de Classificação	34
4.4 Escalas de Classificação	35
4.4.1 <i>Ratings</i> de Curto e Longo Prazos	36

4.4.2	<i>Ratings</i> em Escala Global x Escala Nacional	37
4.4.3	Perspectivas (<i>Outlooks</i>) x Observações (<i>Watch</i>)	38
4.4.4	Baixo Risco de Crédito x Grau de Investimento	38
4.5	Metodologia	39
4.6	Crítica ao Papel das Agências	40
5.	Crises Recentes na América Latina	42
5.1	Crise do México	42
5.2	Crise da Argentina	43
5.3	Crise do Brasil	44
6.	Dinâmica do Fluxo de Capital	46
6.1	Investimento Internacional	47
6.2	Mercado Acionário	48
6.3	Mercado Acionário Brasileiro	49
7.	Testes Empíricos	50
7.1	Método do Pesquisa	50
7.2	Delineamento do Método	50
7.2.1	Definição do Evento	51
7.2.2	Seleção da Amostra	52
7.2.3	Definição do Modelo de Geração de Retornos	52
7.2.3.1	Tratamento dos Retornos	53
7.2.4	Procedimentos de Teste	54
7.2.5	Resultados Empíricos e Análises	55
7.3	Estudo de Evento desta Pesquisa	55
7.3.1	Definição do Evento	55
7.3.2	Seleção da Amostra	56
7.3.3	Definição do Modelo de Geração dos Retornos	56
7.3.4	Procedimento de Teste	58
7.3.5	Resultados da Pesquisa e Análise dos Resultados	62
7.3.5.1	<i>Upgrades</i>	63
7.3.5.2	Melhoras de Perspectivas	64
7.3.5.3	<i>Downgrades</i>	65

7.3.5.4 Pioras de Perspectivas	66
7.3.5.5 Notícias Positivas	67
7.3.5.6 Notícias Negativas	68
7.3.5.7 Outras Explicações para os Retornos Anormais	68
8. Conclusão	70
8.1 Sugestões para Pesquisas Futuras	72
9. Referências Bibliográficas	73

Lista de Tabelas

Tabela 1: Escalas de Classificação	37
Tabela 2: Resumo dos Eventos	56
Tabela 3: Teste de Kolmogorov-Smirnov pelo SPSS	59
Tabela 4: <i>Upgrades</i>	63
Tabela 5: Melhoras de Perspectivas	64
Tabela 6: <i>Downgrades</i>	65
Tabela 7: Pioras de Perspectivas	66
Tabela 7: Notícias Positivas	67
Tabela 8: Notícias Negativas	68

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Janela do Evento	51
Gráfico 2: Histograma Distribuição de Frequência do IBX	58
Gráfico 3: <i>Box Plot</i> e <i>Outliers</i>	59