

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Alexandre Lowenkron

RISCOS PRIMOS
Uma Investigação Acerca da Ocorrência e das Causas
da Correlação entre o Risco País e o Risco Cambial

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Departamento de
Economia da PUC-Rio parte dos requisitos para
obtenção do título de Mestre em Economia

Orientador: Prof. Márcio G. P. Garcia

Rio de Janeiro
abril de 2003

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA

DO RIO DE JANEIRO



Alexandre Lowenkron

RISCOS PRIMOS
Uma Investigação Acerca da Ocorrência e das Causas
da Correlação entre o Risco País e o Risco Cambial

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da PUC-Rio parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Márcio Gomes Pinto Garcia

Orientador

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cunha Medeiros

Departamento de Economia – PUC-Rio

Prof. Pedro Bodin de Moraes

Banco Icatu S.A.

Prof^a. Zélia Milanez de Lossio Seiblit

Vice-Decana de Pós-Graduação

Centro de Ciências Sociais

Rio de Janeiro, 14 de abril de 2003

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

Alexandre Lowenkron

Ficha Catalográfica

Lowenkron, Alexandre

Riscos Primos: Uma investigação acerca da ocorrência e das causas da correlação entre o risco país e o risco cambial / Alexandre Lowenkron; orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia. - Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Economia, 2003

v. 98 f.: il. ; 27,9 cm

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

Inclui referências bibliográficas

1. Economia – Teses. 2. Riscos Primos. 3. Risco País. 4. Risco Cambial. 5. Taxa de Juros. I. Garcia, Marcio Gomes Pinto. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. III. Título

À Minha Família

Agradecimentos

Ao Prof. Márcio Garcia por quem tive o privilégio de ser orientado e sem quem este trabalho não seria possível. Mesmo tão longe, se fez sempre presente por seus ensinamentos, incentivos e atenção.

A todos os professores dos quais, ao longo do mestrado, tive o prazer de ser aluno e que muito contribuíram para minha formação: Prof. Gustavo Gonzaga, Prof. Ilan Goldfajn, Prof. Daniel Ferreira, Prof. André Nachbin, Prof. Humberto Moreira, Prof. Hélio Migon, Prof. Walter Novaes, Prof. Marcelo Medeiros e Prof. Heitor Almeida.

Ao grande mestre Prof. Rogério Werneck, por seus ensinamentos e sábios conselhos, desde a graduação.

Aos meus grandes amigos com quem dividi as alegrias e apreensões ao longo do curso: Felipe Tâmega, Gabriel Srouf, Sylvio Heck, Ângela Albernaz, Filipe Campante, Thaís Porto Ferreira e Luciano Vereda.

A Fernando Blanco, do Banco Mundial por sua inestimável atenção e presteza – mais uma vez - na disponibilização dos dados.

À toda equipe da RiskControl e do Banco BBM, em especial a Eduarda de La Rocque e César Aragão pelo acesso aos dados de mercado, pelas conversas esclarecedoras e pelo ambiente estimulante.

A Bernardo Silveira pela ajuda com a formatação dos dados.

A todos os funcionários do departamento, em especial à Graça por sua atenção e carinho.

À CAPES pela ajuda financeira ao longo dos dois anos de curso.

Resumo

Lowenkron, Alexandre; Garcia, Márcio Gomes Pinto. **Riscos Primos: Uma investigação acerca da ocorrência e das causas da correlação entre o risco país e o risco cambial.** Rio de Janeiro, 2003. 98p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Esta dissertação estuda o fenômeno da correlação positiva entre o risco país e o risco cambial. A presença deste fenômeno é nociva às economias, pois as torna mais vulneráveis a choques recessivos. O trabalho busca, primeiramente, identificar qual a extensão do fenômeno separando uma amostra de 25 países em dois grupos: os que apresentam correlação positiva entre o risco país e o risco cambial e os que não apresentam. Baseado nesta divisão, em seguida é feita uma investigação de quais seriam os fatores determinantes do fenômeno. Os resultados indicam que o descasamento cambial e o baixo grau de aprofundamento financeiro estão fortemente associados com a presença do fenômeno.

Palavras-chave

Risco país; risco cambial, riscos primos; taxa de juros; original sin

Abstract

Lowenkron, Alexandre; Garcia, Márcio Gomes Pinto. **Cousin Risks: The extent and the causes of positive correlation between country and currency risks.** Rio de Janeiro, 2003. 98p. MSc. Dissertation – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation studies the positive correlation between country and currency risks observed in some countries. The presence of this phenomenon is harmful to the economies, since it brings more vulnerability to recessive shocks. The first aim of this paper is to identify the extension of this phenomenon by separating a sample of 25 countries in two groups: the one where the positive correlation is observed and the one where it is not. Based on that taxonomy, it is implemented an investigation on what are the factors responsible for the phenomenon. The results show that exchange rate mismatch and underdeveloped financial markets are strongly associated with the presence of positive correlation between the two risks.

Keywords

Country risk; currency risk, cousin risks; interest rates; original sin

Sumário

1. Introdução.....	10
2. Os Riscos Primos	13
2.1. Os Determinantes das Taxas de Juros e a Decomposição pela Paridade Coberta	13
2.2. Risco País e Forward Premium: Resenha da Literatura.....	17
2.2.1. Forward Premium.....	17
2.2.2. Risco País	19
2.3. Por que os Riscos Andariam Juntos? Argumentos Teóricos Para Existência dos Riscos Primos.....	24
3. Quão Geral é o Fenômeno dos Riscos Primos?.....	29
3.1. A decomposição dos riscos, a amostra e a diferença entre as duas medidas de risco país analisadas.....	29
3.2. Resultados.....	35
4. Os Determinantes dos Riscos Primos	45
4.1. Metodologia e Descrição dos Dados.....	45
4.2. Estatísticas Descritivas, Densidades Não-Paramétricas e o teste de Kolmogorov-Smirnov	46
4.2.1. Variáveis de Balanço de Pagamento	47
4.2.2. Variáveis de Solvência	50
4.2.3. Variáveis de Desenvolvimento Financeiro e de Descasamento Cambial ...	54
4.3. Modelos de Escolha Binária	57
5. Conclusão	63
6. Bibliografia.....	65
Apêndice 1.....	68
Apêndice 2.....	70
Apêndice 3.....	94
Apêndice 4.....	96
Apêndice 5.....	97
Apêndice 6.....	98

Lista de tabelas e gráficos

Tabela 1.....	25
Tabela 2.....	30
Tabela 3.....	39
Tabela 4.....	40
Tabela 5.....	41
Tabela 6.....	44
Tabela 7.....	48
Tabela 8.....	49
Tabela 9.....	51
Tabela 10.....	52
Tabela 11.....	54
Tabela 12.....	55
Tabela 13.....	58
Tabela 14.....	59
Gráfico 1a.....	35
Gráfico 1b.....	35
Gráfico 2a.....	35
Gráfico 2b.....	35
Gráfico 3a.....	36
Gráfico 3b.....	36
Gráfico 4a.....	36
Gráfico 4b.....	36
Gráfico 5a.....	36
Gráfico 5b.....	36
Gráfico 6a.....	48
Gráfico 6b.....	48
Gráfico 7a.....	49
Gráfico 7b.....	49
Gráfico 8a.....	49
Gráfico 8b.....	49
Gráfico 9a.....	51
Gráfico 9b.....	51
Gráfico 10a.....	52
Gráfico 10b.....	52
Gráfico 11.....	52
Gráfico 12a.....	55
Gráfico 12b.....	55
Gráfico 13a.....	55
Gráfico 13b.....	55
Gráfico 14a.....	55
Gráfico 14b.....	55
Gráfico 15.....	61