

Christian Vincent S. de Castro Neves

**Fatores Determinantes do Risco
Brasil**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
Programa de Pós-Graduação em
Administração de Empresas

Rio de Janeiro
Outubro de 2003



Christian Vincent S. de Castro Neves

Fatores Determinantes do Risco Brasil

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro
Outubro de 2003



Christian Vincent S. de Castro Neves

Fatores Determinantes do Risco Brasil

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração do Departamento de Administração do Centro de Ciências Sociais da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Orientador
Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Roberto Moreno Moreira

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Antonio de Araujo Freitas Junior

IBMEC-RJ

Profa. Zélia M. de Lossio e Seiblit

Coordenadora Setorial do Centro de Ciências Sociais da
PUC-Rio

Rio de Janeiro, 21 de outubro de 2003

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

Christian Vincent S. de Castro Neves

Graduou-se em Engenharia Civil na UFRJ (Universidade Federal do Rio de Janeiro) em 1998. Interesse acadêmico em padrões de financiamento globais. Atualmente é gerente da área de Planejamento Varejo na Fininvest / Unibanco.

Ficha Catalográfica

Neves, Christian Vincent S. de Castro

Fatores determinantes do risco Brasil / Christian Vincent S. de Castro Neves; orientador: Marcelo Cabus Klotzle. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2003.

103 f. : il. ; 30 cm

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

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Risco soberano. 3. Risco país. 4. Risco Brasil. I. Klotzle, Marcelo Cabus. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

Agradecimentos

Ao meu orientador Professor Marcelo Cabus Klotzle pelo estímulo e parceria para realização deste trabalho.

Aos meus pais, Mariza e Almir , Norton e Regina, aos meus irmãos, Alessandro e Eduardo, e aos meus amigos pelo amor e apoio incondicionais.

Ao Professor Roberto Moreno, por sua orientação e pela sua presteza em ajudar.

Aos meus colegas da PUC-Rio.

A todos os professores e funcionários do Departamento pelos ensinamentos e pela ajuda.

Aos amigos Breno e Carla, pelas suas contribuições valiosas, pelo entusiasmo e pela ajuda dada durante os estudos.

Resumo

Neves, Christian Vincent S. de Castro. **Fatores determinantes do risco Brasil**. Rio de Janeiro, 2003. 103p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente estudo tem por objetivo entender as variáveis que influenciaram o comportamento do Risco Soberano do Brasil no período de janeiro de 1995 a março de 2003. Para isso, usam-se os métodos estatísticos conhecidos como Regressão Múltipla e Matriz de Correlação de Pearson, assim como uma pesquisa profunda nos artigos sobre este tema. Apresenta-se como resultado do trabalho uma indicação da força que as variáveis conjunturais (nacionais e internacionais) possuem frente às variáveis econômicas (estruturais). Além disso, deixa-se como um desafio para novas pesquisas o desenvolvimento de um modelo preditivo baseando-se em Séries Temporais e nas dificuldades existentes neste trabalho.

Palavras - chave

Risco soberano; risco país; risco Brasil.

Abstract

Neves, Chistian Vincent S. de Castro Neves. **Determinants of brasilian sovereign risk**. Rio de Janeiro, 2003. 103p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study is designed to understand the variables that explain the Brazilian Sovereign Risk. To fulfill such an objective, statistical methods known as Multiple Regression and Pearson Correlation and analysis of many papers about this subject are employed. As result of this work, the study shows the power of external variables against economic variables to explain the behavior of Brazilian Sovereign Risk. The study shows too some economic variables that are significant to explain the behavior of Brazilian Sovereign Risk, as realized at the papers. Finally, a challenger to develop a Time Series model in order to forecast de Brazilian Sovereign Risk is placed.

Keywords

Brasilian sovereign risk; Brazil

Sumário

1. Introdução	11
2. O Problema	14
2.1. Formulação do Problema	14
2.2. Objetivo Final	16
2.3. Objetivo Intermediário	16
3. Referencial Teórico	17
3.1. Avaliação de Títulos	17
3.1.1. Precificação de Títulos de Dívida	17
3.1.2. Risco de Título de Dívida	18
3.2. A Trajetória do Risco Soberano	20
3.3. O Títulos Brady	21
3.3.1. O Contexto Histórico e o Plano Brady	21
3.3.2. Características de um Brady Bond	24
3.4. Agências de Avaliação de Risco	26
3.5. As Crises Mundiais	32
3.5.1. Crise do México	34
3.5.2. Crise Asiática	35
3.5.3. Crise da Rússia	36
3.5.4. Crise do Brasil	37
3.5.5. Crise Turca	38
3.5.6. Crise da Argentina	39
3.5.7. Análise das Crises Mundiais	42
3.6. Referencial Macroeconômico	43
3.7. Análises e Pesquisas sobre Risco Soberano	47
3.7.1. Cantor e Packer	47
3.7.2. Barry Eichengreen e Ashoka Mody	50
3.7.3. Katia Rocha	53

3.7.4.Harri Ramcharran	55
3.7.5.Kamin e von Kleist	57
3.7.6.Amadou N.R. Sy	60
3.7.7.Caio Megale	64
3.7.8.Considerações Finais	67
4. Metodologia da Pesquisa	70
4.1.Tipo de Pesquisa	70
4.2.Universo e Amostra	71
4.3.Coleta de Dados	71
4.4.Modelo Econométrico	72
4.4.1.As Variáveis do Modelo	72
4.4.2.Regressão Múltipla	79
5. Modelagem Estatística e Resultados	82
5.1.Matriz de Correlação	82
5.2.Regressão Múltipla	83
5.3.Análise dos Resultados	90
6. Conclusão	94
7. Bibliografia	97
8. Anexos	101
8.1.Anexo I – Modelo 1 (Saída SPSS)	101
8.2.Anexo II – Modelo 2 (Saída SPSS)	104
8.3.Anexo III – Modelo 3 (Saída SPSS)	106
8.4.Anexo IV – Modelo 4 (Saída SPSS)	108

Lista de figuras

Figura 1 - Gráfico da Composição das Emissões Brasileiras	24
Figura 2 - Gráfico da Evolução do Risco do México	35
Figura 3 - Gráfico da Evolução do C-Bond X EMBI+	73
Figura 4 - Gráfico do Crescimento do PIB – Base 1000	77
Figura 5 - Gráfico Real X Previsto – Modelo 1	87
Figura 6 - Gráfico Real X Previsto – Modelo 2	87
Figura 7 - Gráfico Real X Previsto – Modelo 3	88
Figura 8 - Gráfico Real X Previsto – Modelo 4	88

Lista de quadros

Quadro 1 – Comparativo dos Ratings	27
Quadro 2 – Regressão Cantor e Packer	48
Quadro 3 – Regressão Kamin e von Kleist	58
Quadro 4 – Regressão Amadou, N. Sy	63
Quadro 5 – Regressão Caio Megale	66
Quadro 6 – Comparativo dos Estudos	68
Quadro 7 – Matriz de Correlação	82
Quadro 8 – Coeficientes Estimados para os Modelos Propostos	84
Quadro 9 – Estatística de Durbin-Watson ($\alpha = 5\%$)	86
Quadro 10 – Estatística de Durbin-Watson ($\alpha = 10\%$)	86
Quadro 11 – Zero-Order Correlation X Partial Correlation	89