

Rafael Mendes Souza Tavares

Efeitos de mudanças de *ratings* soberanos de países emergentes sobre o 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 Moreira

Rio de Janeiro, março de 2006

Rafael Mendes Souza Tavares

Efeitos de mudanças de *ratings* soberanos de países emergentes sobre o 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 Moreira

Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Ubiratan Jorge Iorio de Souza

Faculdade de Ciências Econômicas - UERJ

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. João Pontes Nogueira

Coordenador(a) Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 13 de março de 2006

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

Rafael Mendes Souza Tavares

Graduou-se em Administração de Empresas pela PUC-Rio em 2000. Trabalhou como analista financeiro em consultorias de finanças corporativas, na mesa de operações de renda variável da Santander Corretora de Câmbio e Valores e como operador de renda variável na Fundação Petros de Seguridade Social. Seus interesses de pesquisa estão relacionados ao comportamento dos preços no mercado de capitais e avaliação de empresas e projetos.

Ficha Catalográfica

Tavares, Rafael Mendes Souza

Efeitos de mudanças de *ratings* soberanos de países emergentes sobre o mercado acionário brasileiro / Rafael Mendes Souza Tavares ; orientador: Roberto Moreno Moreira. – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Administração, 2006.

113 f. ; 30 cm

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

Inclui referências bibliográficas.

1. Administração – Teses. 2. Finanças. 3. Classificação de risco. 4. Mercados emergentes. 5. Mercado de capitais. 6. Estudo de eventos. 7. Risco soberano. 8. Eficiência de mercado. I. Moreira, Roberto Moreno. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Aos meus pais, Odila e Ronald, que muito me ajudaram a acreditar que a realização desta dissertação fosse possível, pelo apoio e amor incondicional nesta fase de minha vida.

A minha esposa e amiga, Ana Carolina, por estar ao meu lado em todos os momentos e pelo amor, apoio e cumplicidade.

Agradecimentos

Aos queridos sogros e amigos, Lena e Mauricio, pelo estímulo constante ao meu aperfeiçoamento profissional e por tanto me ajudarem no desenvolvimento desta dissertação.

Ao meu orientador, Roberto Moreno, pelo apoio e parceria na elaboração deste trabalho.

Aos meus irmãos, Fábio e Mônica, pela amizade e cumplicidade.

A querida avó Gilda, pessoa tão especial, pelo companheirismo e carinho.

Agradeço às pessoas listadas abaixo que muito contribuíram com comentários pertinentes e apoio fraterno:

Jaime Mamani Ticona (Programa de Pós Graduação em Metrologia - PUC-Rio)

Tereza e Leopoldo (IAG)

Renata Machado (Administração PUC-Rio)

Angela Marcoski (Administração PUC-Rio)

Moises Balassiano (FGV-Rio)

Haissan Molaib (Fundação Petros)

Luis Claudio Jacobson (Fundação Petros)

Luis Antonio dos Santos (Fundação Petros)

Bruno Serra (Bank Boston)

Walter Lee Ness (Administração PUC-Rio)

Resumo

Rafael Mendes Souza Tavares. **Efeitos de mudanças de *ratings* soberanos de países emergentes sobre o mercado acionário brasileiro.** Rio de Janeiro, 2006. 113p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo do presente estudo foi investigar a possibilidade de alterações de *ratings* soberanos de países emergentes produzirem efeitos no mercado acionário brasileiro. Para tanto, adotou-se o teste estatístico paramétrico de estudo de evento, amplamente utilizado para testes de eficiência semi-forte de mercado. Os resultados sugerem que alterações de *ratings* soberanos de países emergentes produzem efeitos no comportamento dos preços do mercado acionário brasileiro, ainda que sua intensidade esteja associada ao tipo de informação que foi incorporada. Notícias negativas, principalmente os rebaixamentos de *outlook*, carregam um conteúdo informacional maior do que as positivas. Observou-se ainda a existência de antecipação dos anúncios negativos por parte dos agentes.

Palavras-chave

Finanças; classificação de risco; mercados emergentes; mercado de capitais; estudo de eventos; risco soberano; eficiência de mercado.

Abstract

Tavares, Rafael Mendes Souza; Moreira, Roberto Moreno (advisor). **Effects of sovereign rating changes of emerging countries over brazilian stock market.** Rio de Janeiro, 2006. 113p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The objective of the study was to investigate the possibility that sovereign rating changes of emerging countries impact the brazilian equity market. For such, the parametric statistical test of event study was adopted, widely utilized for semi-strong efficiency market tests. The results indicate that emerging markets sovereign rating changes produce effects over the behavior of brazilian equity market prices, although the intensity of the impact is associated to the type of information that was incorporated. The study shows that negative news, specially the negative outlook rating assignments, produce higher effects on prices compared to positive news. Futhermore, it was noted that market participants anticipate negative news.

Keywords

Finance; rating; emerging markets; capital markets; event study; sovereign risk; market efficiency.

Sumário

1	Introdução	13
2	Problema e Metodologia	15
2.1.	Tema	15
2.2.	Problema	15
2.3.	Objetivo	16
2.4.	Relevância do Estudo	16
2.5.	Limitações do Estudo	16
2.6.	Metodologia da Pesquisa	17
3	Referencial Teórico: Eficiência do Mercado	19
3.1.	Conceito	19
3.2.	Origem dos Estudos sobre o Comportamento dos Preços no Mercados de Capitais	20
3.3.	Fundamentos Teóricos	21
3.4.	Condições para Verificação da Hipótese de Eficiência de Mercado	23
3.5.	Implicações da Hipótese de Eficiência de Mercado	24
3.6.	Teorias Relacionadas ao Comportamento dos Preços	26
3.7.	Caracterização das Formas de Eficiência Informacional dos Mercados	27
3.8.	O Problema do Teste Conjunto de Validade do Modelo	27
3.9.	Os Principais Testes de Eficiência Informacional de Mercado	28
3.9.1.	Testes de Previsibilidade de Retorno (Evidência da Eficiência Frac)	28
3.9.2.	Estudo de Evento (Evidência da Eficiência Semi-Forte)	29
3.9.3.	Testes de Informações Privadas (Evidência da Eficiência Forte)	29
3.10.	Evidências Empíricas	30
3.10.1.	Principais Anomalias Observadas	32
3.10.2.	Estudos Relacionados aos Mercados Emergentes	35
3.10.3.	Estudos Relacionados ao Risco Soberano	36

4 Risco de Crédito Soberano e Agências Especializadas	41
4.1. Cronologia da Análise do Risco Soberano	41
4.2. A Crise da Dívida Externa dos Países Emergentes	42
4.2.1. Plano Baker	44
4.2.2. Plano Brady	45
4.2.3. Adesão ao Plano Brady	46
4.3. Características de um Título Brady	47
4.4. Risco-País	47
4.5. As Agências de <i>Rating</i>	48
4.6. Escalas de Classificação de Risco	49
4.6.1. O Papel dos <i>Outlooks</i>	50
4.7. Metodologia Utilizada pelas Agências	51
4.7.1. <i>Rating</i> Global X <i>Rating</i> Nacional	53
4.7.2. <i>Rating</i> de Longo Prazo X <i>Rating</i> de Curto Prazo	54
4.8. Os Usuários dos <i>Ratings</i>	55
4.9. Críticas às Agências Especializadas	55
5 Mercados Emergentes	57
5.1. Definição e Características	57
5.2. Contexto Histórico	60
5.3. Dinâmica do Fluxo de Capital	62
5.4. Investidores Internacionais	65
5.4.1. Tipologia	67
5.5. Mercado Acionário	68
5.5.1. <i>Bench Mark</i>	70
5.5.2. Mercado Brasileiro	70
5.5.3. Mercados Emergentes	71
6 Testes Empíricos	75
6.1. Método de Pesquisa	75
6.2. Delineamento do Método	75
6.2.1. Definição do Evento	76
6.2.2. Seleção da Amostra	77

6.2.3. Definição do Modelo de Geração dos Retornos	77
6.2.3.1. Tratamento dos Retornos	78
6.2.4. Procedimento de Teste	79
6.2.5. Resultados Empíricos e Análises	80
6.3. Método de Estudo de Evento Aplicado à Pesquisa	80
6.3.1. Definição do Evento	80
6.3.2. Seleção da Amostra	82
6.3.3. Definição do Modelo de Geração dos Retornos	83
6.3.4. Procedimento de Teste	84
6.3.5. Resultados Empíricos e Análises	86
6.3.5.1. <i>Downgrades</i>	87
6.3.5.2. Rebaixamentos de <i>Outlook</i>	89
6.3.5.3. <i>Upgrades</i>	90
6.3.5.4. Melhoras de <i>Outlook</i>	91
6.3.5.5. Notícias Negativas	92
6.3.5.6. Notícias Positivas	93
6.3.5.7. Retornos Anormais Médios Acumulados	94
6.3.5.8. Outras Explicações para a Existência de Retornos Anormais	96
7 Conclusões	97
7.1. Sugestões para Pesquisas Futuras	100
8 Referências Bibliográficas	101
9 Bibliografia Complementar	109
10 Anexos	110
10.1. Datas de Eventos – Notícias Negativas	110
10.2. Datas de Eventos – Notícias Positivas	111
10.3. Composição do Índice MSCI EM por País - período entre 1998 e 2004	112
10.4. Composição do Índice MSCI EM por País - período entre 1998 e 2004	113

Lista de Tabelas

Tabela 1: Escalas de <i>Ratings</i> Globais de Longo Prazo	50
Tabela 2: Fatores Utilizados na Atribuição de <i>Ratings</i> Soberanos	52
Tabela 3: Economias de Países Desenvolvidos e Países Emergentes	58
Tabela 4: Eventos de Alterações nas Classificações de Risco Soberano de Países Emergentes por Tipo de Anúncio e Agência Especializada	81
Tabela 5: Estatística t <i>Downgrades</i>	87
Tabela 6: Estatística t Rebaixamentos de <i>Outlook</i>	89
Tabela 7: Estatística t <i>Upgrades</i>	90
Tabela 8: Estatística t Melhoras de <i>Outlook</i>	91
Tabela 9: Estatística t Notícias Negativas	92
Tabela 10: Estatística t Notícias Positivas	93

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Etapas de um Estudo de Evento	76
Gráfico 2: Janela de Evento em um Estudo de Evento	76
Gráfico 3: Janela de Evento da Pesquisa	82
Gráfico 4: Retornos Anormais Médios Acumulados por Tipo de Evento	94
Gráfico 5: Retornos Anormais Médios Acumulados: Notícias Positivas x Notícias Negativas	95