

2 Problema e Metodologia

2.1. Tema

O tema considerado nesta pesquisa relaciona-se à eficiência de mercado, avaliada pelos efeitos que anúncios relativos às modificações no risco soberano de países emergentes publicados pelas principais agências de classificação de risco têm sobre o comportamento dos retornos do mercado acionário brasileiro, medido através dos retornos do IBX. Mudanças no patamar de risco soberano de um país emergente, de uma forma geral, tendem a interferir no comportamento do mercado acionário doméstico. Com a globalização dos mercados de capitais e a crescente migração entrefronteiras de capital especulativo, pode-se supor que tal interferência se verifique também no comportamento dos mercados acionários de outros países emergentes.

Apesar disto configurar-se hipótese razoável e importante para a compreensão da eficiência do mercado, não foram encontrados, durante a revisão da literatura para o desenvolvimento desta dissertação, estudos decorrentes desta hipótese ou que desenvolvessem o assunto em profundidade.

2.2. Problema

Com base na teoria apresentada, buscou-se investigar se, no período entre janeiro de 1998 e dezembro de 2004, os retornos do IBX apresentaram “eficiência semi-forte” em face de anúncios de alterações no risco soberano dos países emergentes pelas principais agências de classificação de risco.

2.3. Objetivo

O objetivo deste estudo é verificar, no período acima referido, a possibilidade e o grau de interferência em retornos do IBX nos dias próximos aos anúncios de *downgrades*, *upgrades*, rebaixamentos de *outlook* e melhoras de *outlooks* dos *ratings* soberanos de países emergentes.

2.4. Relevância do Estudo

As classificações de *rating* constituem importante fonte de informação tanto para a tomada de decisões de investidores internacionais quanto para a alocação dos recursos. Com base nessa importância, diversos estudos investigaram e concluíram pela existência de impacto de alteração de *ratings* no comportamento dos preços do mercado de capitais.

Os investidores internacionais buscam oportunidades de alavancagem de rentabilidade em países emergentes, o que implica que esses capitais sejam considerados voláteis e sensíveis à conjuntura internacional. Kaminsky e Schmulker (2001) argumentam que a alteração de determinado *rating* soberano poderia levar os investidores a reavaliarem seus investimentos em economias similares, afetando, portanto, diversos países de características semelhantes.

Com a crescente globalização dos mercados financeiros, o “efeito contágio” de uma determinada alteração de *rating* pode vir a ser significativo. Nesse contexto, um estudo acerca dos efeitos do risco soberano de países emergentes sobre o mercado de capitais brasileiro mostra-se pertinente.

2.5. Limitações do Estudo

- O fato dos eventos considerados no estudo pertencerem a duas agências de classificação de risco, levando-se em conta que o efeito do anúncio de uma agência apenas niveladora do *rating* de um país comparado à outra agência pode ser reduzido.

- A premissa de que a alteração de *rating* do país emergente seja a única notícia relevante divulgada ao mercado na janela do evento e, de que, portanto, os

preços comportem-se apenas em função da mesma. É lacunar quanto ao fato de que outras notícias relevantes possam ter chegado ao mercado naquele período específico, inclusive a própria alteração do risco soberano brasileiro.

- A consideração de que a presença de mais de uma observação de alteração de *rating* na mesma janela de evento (*overlap* de eventos) possa interferir no efeito dos respectivos eventos.

- O fato de que no recorte de tempo estabelecido no estudo observa-se a concentração de determinados tipos de eventos em alguns países, o que pode determinar um enviesamento nos resultados. Uma solução possível, qual seja a de verificar o efeito de cada país isoladamente, não se mostra viável devido à ausência ou amostra reduzida de determinados tipos de eventos em grande parte dos países.

2.6. Metodologia da Pesquisa

Tendo em vista a proposta desta pesquisa de comprovar, através de evidências empíricas, que as modificações de classificação de risco soberano de países emergentes realizadas pelas agências especializadas podem afetar o comportamento dos preços do mercado de capitais brasileiro, o método que se mostrou mais adequado para mensurar esse impacto nos preços foi o Estudo de Evento, técnica normalmente utilizada na realização de testes que buscam comprovar a “eficiência semi-forte” no mercado de capitais.

Embora a teoria de mercados eficientes e o design de testes para verificação de eficiência informacional possam ser arrolados para exame do efeito que informações relevantes produzem sobre os preços dos títulos, o ponto crucial de eficiência de mercado está associado com a questão da informação. Portanto, mesmo quando a informação disponível não estiver diretamente relacionada a um determinado título, o preço desse título pode incorporar a informação em questão. Ressalte-se que não somente um determinado título pode ser afetado pela informação, mas a grande maioria deles se o conteúdo da mesma estiver associado a restrições que possam ser impostas homogeneamente. Se se considera razoável a premissa de que títulos possam ser afetados indiscriminadamente, parece

consistente supor que um índice composto por tais títulos possa, conseqüentemente, ser afetado pela informação.

Partindo-se desse pressuposto, os retornos considerados incorporadores de informações foram os do IBX, medidos como o logaritmo do quociente de pontos do índice em dois dias consecutivos de cotação, no período compreendido entre janeiro de 1998 e dezembro de 2004. As informações consideradas relevantes, e potenciais causadoras de impacto nesses retornos, são os anúncios de alterações de classificações de risco soberano de países emergentes realizados pelas agências especializadas. Os países considerados no estudo basearam-se na composição da carteira MSCI EM no período de análise, carteira esta referenciadora da performance de investidores internacionais nos mercados acionários de países emergentes.

Os dados resultantes da seleção dessas variáveis provêm elementos suficientes para o teste do tipo semi-forte de eficiência no mercado de capitais brasileiro.

Este estudo analítico de enfoque quantitativo, baseou-se em dados secundários do mercado com a finalidade de estudar o comportamento dos retornos do IBX nos dias próximos aos anúncios de mudanças de *ratings* ou de *outlooks* de países emergentes, no propósito de aferir a forma de “eficiência semi-forte de mercado” sobre essas informações através do Estudo de Evento.

Para analisar o comportamento dos retornos do IBX, foi adotado o método descritivo, conforme relatado por Gil (1987) para quem esse tipo de pesquisa objetiva descrever as características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.

A presente pesquisa trata, portanto, de identificar e descrever *ex post facto* os retornos anormais do IBX provocados pelos anúncios das agências especializadas, no período compreendido entre janeiro de 1998 e dezembro de 2004.