

7 Conclusões

O objetivo deste estudo era comprovar a relevância de mudanças de classificação de risco soberano de países emergentes para o mercado de capitais brasileiro e verificar o comportamento semi-forte do IBX diante destas alterações.

Os resultados obtidos no estudo são consistentes com aqueles encontrados por Kaminsky & Schmukler (1999), cujas conclusões mostram que mudanças de *ratings* em países têm efeitos sobre os mercados de capitais de países vizinhos. No presente estudo foram considerados não só países de uma mesma região, mas países emergentes independentemente de sua localização. Os resultados encontrados corroboram a relevância desse tipo de informação para o mercado de capitais brasileiro. Verificou-se, portanto, a existência do “efeito contágio” no comportamento dos preços do mercado de ações brasileiro, dada uma alteração de *rating* de país emergente.

Apesar do fluxo de capitais direcionados aos países emergentes estar relacionado às perspectivas de crescimento econômico e à consolidação das instituições nesses países, as condições de liquidez no mercado internacional de capitais; melhor dizendo, o patamar de taxas de juros dos principais centros financeiros desempenha um papel fundamental no comportamento desses fluxos. Observa-se que o fator *aversão ao risco* dos investidores internacionais detém influência importante sobre a volatilidade dos fluxos de capitais. No momento em que este fator aumenta, motivado, por exemplo, por um rebaixamento da classificação de risco de um país emergente, o fluxo de capitais destinados a economias similares parece sofrer impacto e, por consequência, também o comportamento dos preços de seus mercados de capitais. Devido à globalização ascendente dos mercados financeiros, o “efeito contágio” de uma informação dessa natureza pode ser significativo, principalmente em países emergentes em que é menor a transparência dos seus mercados.

Embora os impactos das mudanças de classificação de risco tenham sido verificados através dos retornos anormais médios observados no IBX, a

intensidade do impacto está intimamente relacionada com o tipo da informação divulgada pelas agências.

Verificou-se no estudo que (i) anúncios de notícias negativas produziram maior efeito nos preços no mercado acionário brasileiro, comparativamente àqueles de notícias positivas; (ii) os rebaixamentos de *outlook* apresentaram maior impacto sobre o comportamento do IBX e; (iii) houve uma antecipação dos eventos negativos por parte dos agentes.

Os resultados encontrados são semelhantes aos de Markoski (2004), apesar da distinção da variável independente considerada. A variável utilizada pela autora foi a alteração de *ratings* soberanos brasileiros, e suas conclusões apontam os seguintes efeitos sobre o mercado acionário brasileiro: (i) os *ratings* trazem um conteúdo informacional relevante para o mercado de capitais; (ii) as notícias ruins exercem maior impacto no mercado do que as notícias boas e (iii), considerando-se as notícias ruins, os agentes do mercado antecipam-se às divulgações das agências.

A comparação dos resultados obtidos no presente estudo com aqueles encontrados por Markoski (2004) é interessante, pois sugere que alteração de *ratings* de países emergentes produz efeitos semelhantes sobre o mercado acionário brasileiro que a própria alteração do *rating* soberano brasileiro. A comparação da intensidade do impacto não foi cogitado, pois, conforme observado por Kaminsky & Schmulker (2001), rebaixamentos de *rating* soberano de determinada economia impactam mercados de países vizinhos, embora o impacto nos mercados locais seja maior.

O maior impacto de notícias negativas pode correlacionar-se com as próprias diretrizes de investimento estabelecidas por investidores institucionais que impedem a manutenção de títulos abaixo de uma certa categoria de *rating* em sua carteira e com a adoção por parte da indústria de sistemas *value-at-risk*, que induz investidores a cancelarem suas posições nesses mercados para minimizar a volatilidade geral do seu *portfolio*.

A observação de retornos do IBX, estatisticamente significativos em vários dias da janela anteriores aos anúncios de notícias negativas, indica que, aparentemente, os agentes de mercado se antecipam às divulgações das agências. Se no mercado doméstico agentes antecipam notícias negativas de *ratings* soberanos, conforme verificado por Markoski (2004), dado um rebaixamento de

rating soberano, é razoável supor que esses mesmos investidores internacionais possam desfazer-se de investimentos em economias semelhantes com base no aumento da aversão ao risco de investidores internacionais. Configurar-se-ia, portanto, o “efeito contágio” nos mercados de capitais de países emergentes.

A antecipação do evento pelos agentes remete o estudo à questão importante do comportamento *lag* ou pró-cíclico das agências especializadas, caracterizado pela elevação do *rating* de países em época de euforia; ou seja, quando os mercados de capitais estão em alta, e pelo rebaixamento do *rating* de países em períodos difíceis ou quando seus mercados de capitais estão em baixa.

Segundo a teoria do “*boom-bust cycles*”, sucessivas saídas de capital teriam o efeito de aumentar os *spreads* dos títulos soberanos, o que, por sua vez, levaria as agências a um rebaixamento do *rating*. O rebaixamento também propiciaria a muitos investidores reavaliarem seus investimentos, aumentando saída de capital, *spreads*, e provocando, conseqüentemente, mais rebaixamentos, levando a um ciclo vicioso.

Com a globalização do mercados financeiros, o papel desempenhado por agências classificadoras de risco soberano cresce em importância. Alguns estudiosos ressaltam a capacidade que têm as agências de *rating* de intensificar ou atenuar crises financeiras nos mercados emergentes. Em épocas de euforia, os rebaixamentos prévios poderiam auxiliar a redução das expectativas de retorno e, conseqüentemente, o fluxo de capitais de curto-prazo e a volatilidade nos mercados. Do contrário, a elevação dos *ratings* induziria o mercado a excesso de otimismo e euforia, estimulando a entrada excessiva de capital especulativo.

Os resultados do estudo não permitem determinar o caráter *lead* ou *lag* das agências, pois apesar de observar-se uma antecipação dos agentes aos anúncios de notícias negativas, configurando um caráter *lag*, observam-se na mesma janela retornos anormais significativos após os anúncios de notícias negativas, o que configuraria o caráter *lead*.

Verificada a importância do conteúdo informacional das alterações de *ratings* de países emergentes no mercado acionário brasileiro, é importante ressaltar que o mercado acionário apresentou evidências de eficiência semi-forte, ainda que correlatas ao tipo da informação que tenha sido incorporada. Um ponto importante a salientar é que tanto a seleção dos países emergentes quanto a escolha do período analítico têm a capacidade de exercer influência de forma

relevante nos resultados. Nesse sentido, as pesquisas realizadas no âmbito deste trabalho apontam para a necessidade de procederem-se a desdobramentos para melhor compreensão do fenômeno.

7.1. Sugestões para Pesquisas Futuras

- verificar as diferenças de efeitos de alterações de risco soberano de países emergentes no mercado acionário brasileiro, segregando por países com *rating* grau de investimento versus países emergentes com *rating* grau especulativo;

- verificar as diferenças de efeitos de alterações de risco soberano de países emergentes no mercado acionário brasileiro, segregando os países por região;

- verificar as diferenças de efeitos de alterações de risco soberano de países emergentes no mercado acionário brasileiro, segregando os países emergentes que compõe a carteira MSCI EM versus uma sub-amostra da carteira MSCI EM com os países de maior representatividade no índice.

- verificar as diferenças de efeitos de alterações de risco soberano de países emergentes no mercado acionário brasileiro, segregando os países por grau de relacionamento comercial com o Brasil;

- verificar o efeito de alterações de risco soberano de países emergentes nos mercados acionários de outros países emergentes.

- verificar o efeito de alterações de taxas de juros no mercado norte-americano sobre os mercados acionários de países emergentes.