

CONTÁGIO E “DESCONTÁGIO” ENTRE OS MERCADOS FINANCEIROS DA ARGENTINA E BRASIL

Fernando Seabra

Universidade Federal de Santa Catarina – Departamento de Economia
88049-970 Florianópolis – SC

Simone Cazarotto

Universidade Federal de Santa Catarina – Departamento de Economia
88049-970 Florianópolis – SC

Abstract: The objective of this paper is to assess the relationship between the performance of the Ibovespa and the Merval indexes and to test the contagion hypothesis between these two stock markets. The method is graphic and correlation analysis based on weekly data in the period post – apr/01. We have found - as a preliminary result – a significant negative relationship between country risk indicators and stock profitability in both markets. As for the comparative analysis between Merval and Ibovespa indexes, a significant contagion of the Brazilian stock market was found in the first period of the sample (apr/01 – oct/01). However, the contagion hypothesis could no longer be accepted for the second half of the sample (nov/01 – apr/02). The main reason for the disconnection between the two stock markets was the stability of the country risk variable in Brazil as opposed to a remarkable increase in Argentina. The persistence regarding macroeconomic fundamentals and favorable conditions in terms of firm's competitiveness and profitability can be pointed out as key factors for the recent differentiation of the Brazilian capital market.

1. Introdução

A hipótese de contágio entre mercados financeiros ganhou força com o efeito dominó sobre vários mercados emergentes, ocasionados pela crise financeira no sudeste asiático no segundo semestre de 1997. De modo semelhante, a moratória russa também teve como consequência a fuga de capitais externos de diversas economias em desenvolvimento. As características fundamentais destes mercados – em termos de rentabilidade, liquidez e mesmo questões macroeconômicas e políticas – eram bastante distintas, contudo o ataque especulativo e a fuga de capitais atingiram sem discriminação os mercados emergentes, tendo como resultado a queda do valor dos ativos em bolsas e, muitas vezes, uma forte desvalorização da moeda nacional.

Dentre as causas deste contágio podem ser citadas a perfeita mobilidade do capital especulativo, facilitada pela integração eletrônica, e um certo grau de miopia do investidor estrangeiro, que tem dificuldade de distinguir entre os mercados emergentes quando em situação de crise.

No contexto latino-americano, o rápido incremento comercial e a liberalização dos fluxos de capitais entre os países do Mercosul têm aumentado significativamente o grau de integração financeira. Deste modo, os dois maiores mercados de capitais da região, Brasil e Argentina, têm experimentado operações de arbitragem e investimento mútuos facilitados pela redução das barreiras ao movimento de capital financeiro. Além da integração entre os dois mercados financeiros, pode-se assumir que as cotações nas bolsas dos dois países tenham apresentado trajetórias semelhantes devido a importância do capital externo no mercado de capitais destes países. Assim, tomando-se o período recente, a reversão das

expectativas do investidor em relação ao mercado de ações na Argentina e a queda das cotações no índice Merval tendem a afetar de modo adverso as cotações na Bovespa.

O objetivo geral do estudo é avaliar o grau de associação entre a performance dos índices Merval e Ibovespa no período recente (pós – abr/01). Mais especificamente, busca-se identificar a existência de contágio da bolsa de valores brasileira, devido a crise da economia e da bolsa de valores da Argentina.

A hipótese básica deste trabalho é que o Ibovespa sofreu significativo contágio do desempenho do índice Merval no período inicial da crise Argentina. Contudo, a partir de meados de 2001, a manutenção dos fundamentos macroeconômicos e a situação econômico-financeira favorável da maioria das empresas de capital aberto da economia brasileira, resultaram no descolamento do Ibovespa em relação ao Merval. Para testar esta hipótese, procedeu-se a análise de correlação e análise gráfica dos índices de rentabilidade de ações dos dois países. A amostra foi dividida em dois períodos, de abril de 2001 até outubro de 2001 e de novembro de 2001 até abril de 2002. O Ibovespa e o Merval foram coletados semanalmente a partir do software economática. O indicador de risco país é o EMBI (Emerging Markets Bond Index), calculado a partir de informações semanais do jornal Gazeta Mercantil.

2. Contágio: Definição e estudos anteriores

Contágio é uma palavra recente na literatura econômica. O interesse dos Economistas por esse conceito surgiu durante a segunda metade dos anos 90, quando diversas crises financeiras expandiram-se rapidamente entre os países emergentes e afetaram nações que aparentavam ter fundamentos econômicos sólidos.

Contágio tem sido definido de diversas maneiras entre os economistas. Para Eichengreen e Rose (1999) e Kaminsky e Reinhart (1999), contágio é definido como a situação em que, ao se saber da existência de uma crise em um país, aumenta a probabilidade de uma crise doméstica. Segundo Edwards (2000), a definição mais usada refere-se a situação onde a extensão e a magnitude transmitidas internacionalmente pela crise são maiores do que a esperada.

Para Edwards (2000), existem algumas questões principais relacionadas ao contágio: (i) de que forma as crises financeiras são transmitidas entre os países; (ii) por que algumas crises são transmitidas tão rápida e violentamente, enquanto outras são contraídas no país de origem; (iii) existe alguma forma de diminuir a vulnerabilidade dos países para crises originadas no exterior. Vários autores, como (Stiglitz, 1999), têm argumentado que uma das causas para a ocorrência de contágio é o excessivo grau de mobilidade do capital, presenciado a partir de meados dos anos 90.

Existem diversas formas para testar a ocorrência de contágio entre países após uma crise financeira. Para Forbans e Rigobon (2000), a mais comum é baseada no coeficiente de correlação entre mercados. Esse teste mede a correlação nos retornos entre dois mercados em um período estável, e após a ocorrência de uma crise testa se houve um aumento significativo no coeficiente de correlação. Se o coeficiente de correlação apresentar esse aumento, diz-se que o contágio ocorreu.

A transmissão internacional de crises financeiras não é um fenômeno novo, o que vem surpreendendo os especialistas é o fato de uma crise que tem origem em um único país, afetar de maneira imprevisível países muito distantes e que não têm muitas relações com o país cuja crise se originou. Como exemplo tem-se a crise de Hong Kong que atingiu o México e o Chile em 1997 e a crise russa em agosto de 1998 que atingiu bruscamente o México e vários países da América Latina, dentre eles o Brasil.

De acordo com Edwards, uma evidência de contágio durante a segunda metade dos anos 90 é o efeito da crise na Rússia sobre a Argentina e o México. A crise financeira e a

declaração de moratória pela Rússia em agosto de 1998, foi uma turbulência financeira que se originou internamente no país e se transformou na maior crise de liquidez internacional. Logo após a declaração de moratória pela Rússia, o México sentiu os efeitos da crise, a taxa de câmbio sofreu uma elevada desvalorização, a taxa de juros doméstica aumentou significativamente e o mercado acionário teve uma queda brusca. A Argentina sofreu efeitos similares. A taxa de juros disparou e o índice Merval despencou. O efeito da crise russa, sobre a economia desses dois países, pode ser caracterizado como contágio, uma vez que tais efeitos não eram esperados em tamanha proporção.

3. Evidência para o caso Argentina e Brasil

Os mercados acionários do Brasil e da Argentina são relativamente pequenos e bastante sensíveis ao comportamento de investidores externos. Um importante indicador de risco sistemático no mercado de ações de países emergentes é o risco país, que mede o grau de credibilidade da política econômica adotada pelo país doméstico.

Em termos mais específicos, o risco país é um índice de confiabilidade dos títulos da dívida externa de um país. Quanto maior for a incerteza associada a esses títulos maior será a taxa de juros exigida pelos investidores para aplicar neles. O índice mais usado pelo mercado é o EMBI, calculado pela J.P Morgan. O EMBI é um prêmio de risco, dado pelo diferencial entre os juros do título da dívida externa do país doméstico (negociado no mercado secundário) e os juros do título do tesouro americano, sendo ambos denominados em dólares.

Dado a sensibilidade do capital estrangeiro a mudanças na avaliação do risco país, pode-se argumentar que uma perda de credibilidade da política econômica doméstica, manifestada pelo aumento do risco país, tende a reduzir o mercado de ações.

A figura 1 relaciona o desempenho do índice Ibovespa com o risco país do Brasil. Pode-se perceber que a evidência empírica confirma o comportamento divergente entre a evolução do mercado acionário e o indicador de risco país. Quando o risco país do Brasil está crescendo, o índice Ibovespa apresenta uma contração; quando tem-se um aumento de credibilidade, o Ibovespa apresenta sinais de recuperação e volta a crescer. A análise de correlação confirma esse resultado, uma vez que o coeficiente entre o índice Ibovespa e o risco país brasileiro é de $-0,82$.

Gráfico 1 – Ibovespa e C-Bond

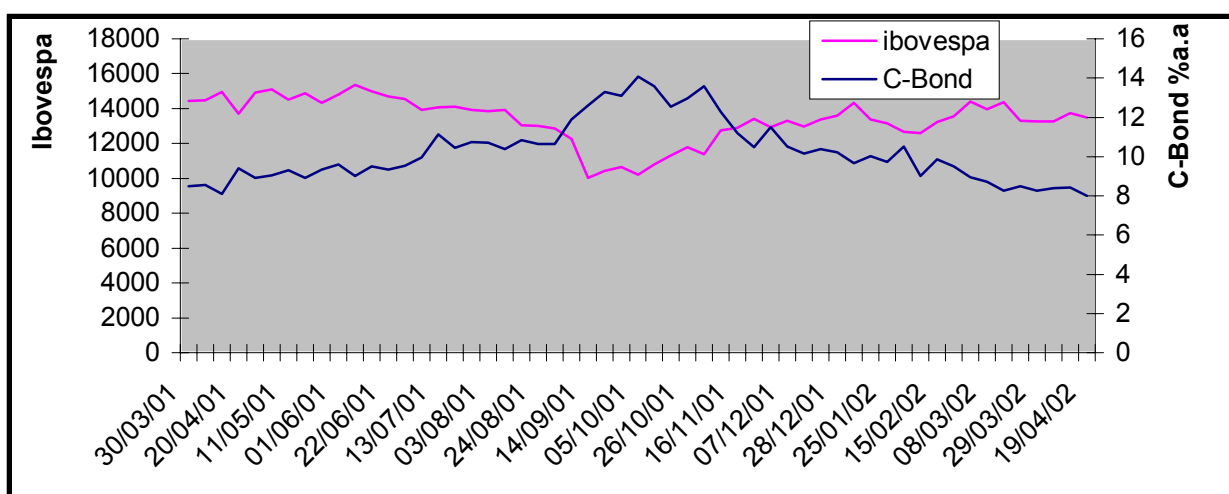
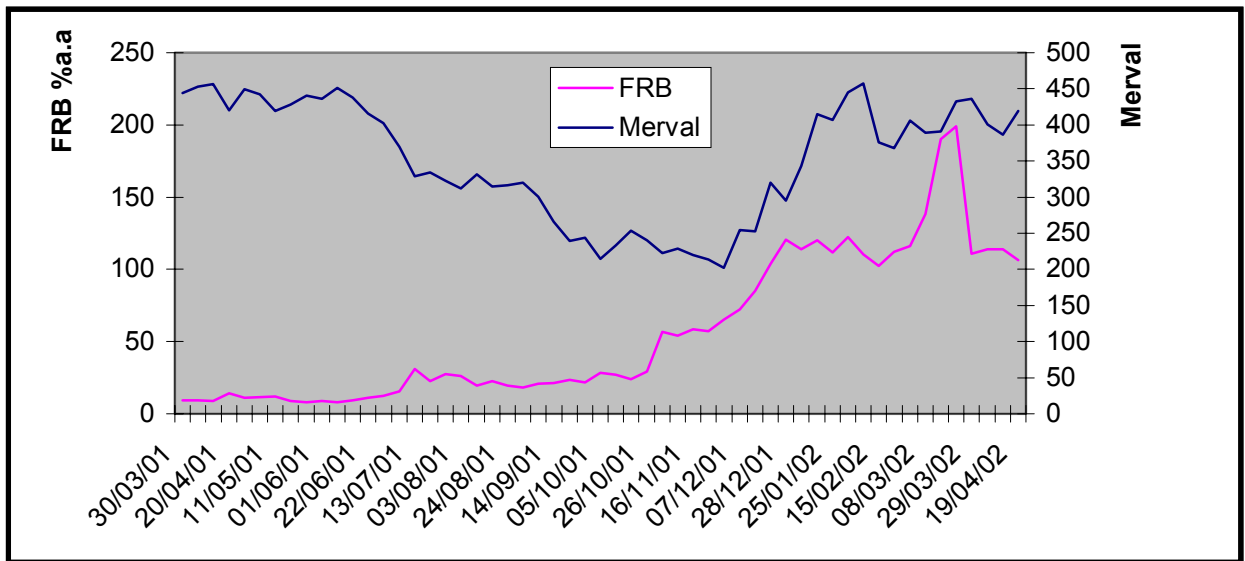
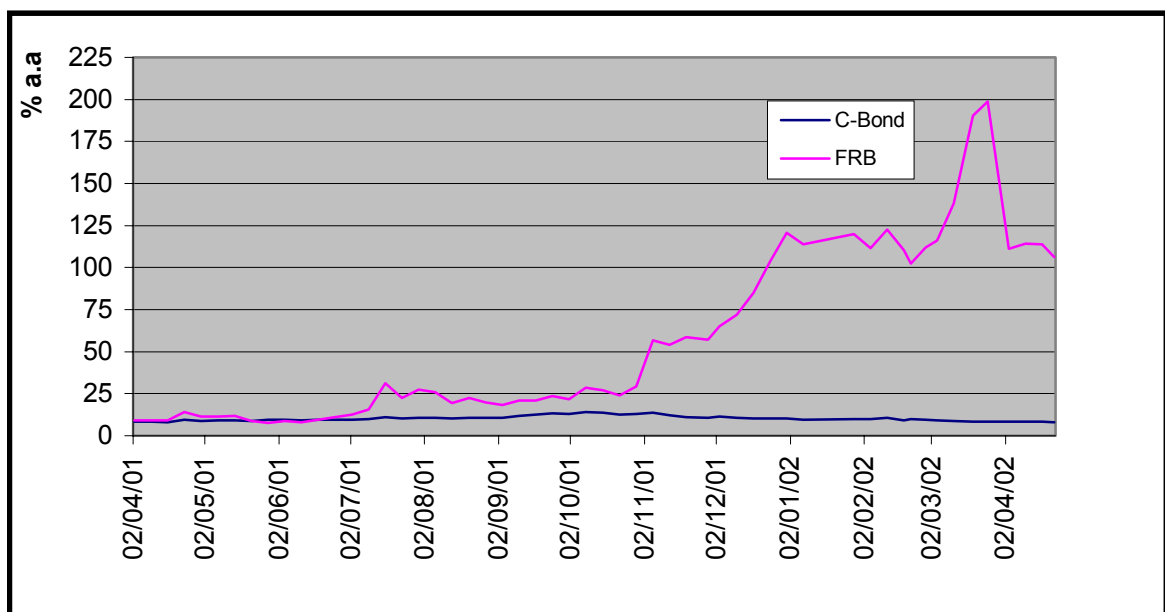


Gráfico 2 – Merval e FRB



Conforme a figura 2, em um primeiro período (abril/01 – outubro/01) da amostra, existe uma relação inversa entre o índice Merval e o risco país da Argentina, o que é confirmado pelo coeficiente de correlação de $-0,89$. Entretanto, em um segundo período (novembro/01 – abril/02) o índice Merval apresentou uma performance distinta da esperada. Apesar do risco país da Argentina apresentar rápido crescimento, o Merval não apresentou sinais de queda. Esse comportamento do mercado acionário argentino pode ser visto como consequência da desvalorização do Peso frente ao Dólar, que elevou a competitividade das exportações Argentinas, influenciando positivamente nas expectativas dos investidores externos.

Gráfico 3 – Evolução dos riscos país da Argentina e do Brasil

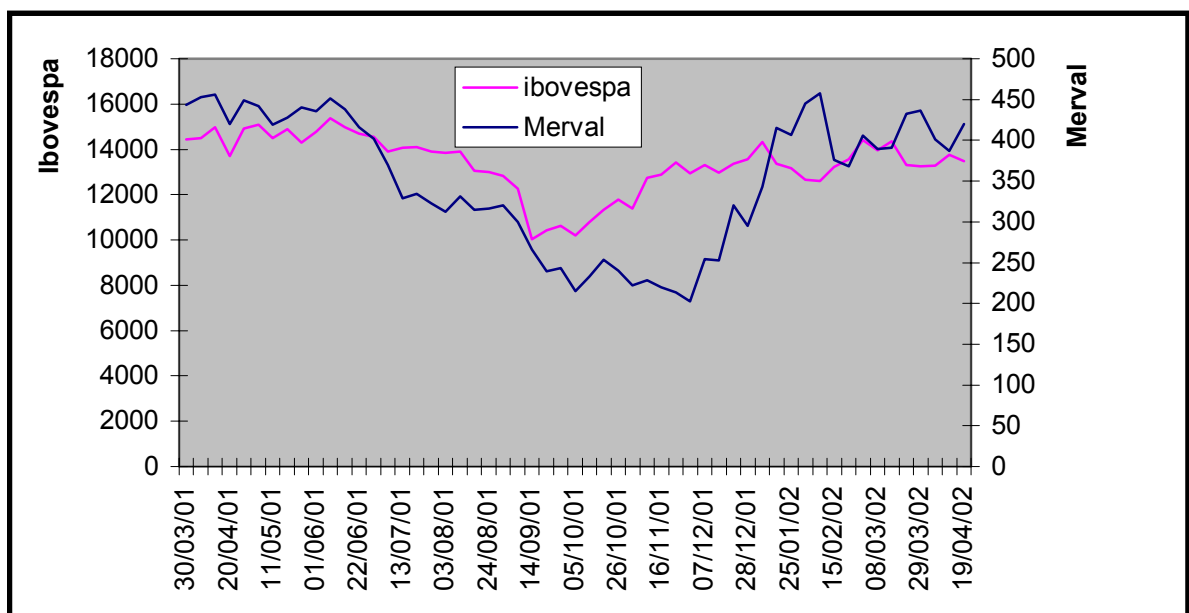


A evidência do risco país ao longo do tempo (figura 3) permite afirmar que os riscos país da Argentina e do Brasil eram muito próximos até o final de outubro de 2001,

quando a economia Argentina teve uma rápida perda de credibilidade. O risco país da Argentina em abril de 2001 era de 9,09%, passando para 29,2% no final de outubro do mesmo ano e saltando para 198,83% no final de março de 2002. Essa grande variação do risco país da Argentina é consequência do clima de instabilidade política e econômica que o país vem enfrentando. Para o mesmo período o comportamento do risco país do Brasil foi distinto: em abril de 2001 o risco era de 8,48% e no final de março de 2002 de 8,5% - não apresentando, portanto, grandes variações durante esse período. Esse comportamento divergente do risco país, pode ser confirmado pela análise de correlação. No primeiro período o coeficiente de correlação é 0,83, enquanto que para o segundo período o coeficiente de correlação é $-0,71$. O coeficiente de correlação negativo confirma a divergência entre o risco país da Argentina e do Brasil, pós-outubro/2001.

Por fim, a figura 4 mostra a evolução do mercado de ações do Brasil e da Argentina no período de abril/01 a abril/02. Dado o grau de integração financeira entre os dois países, a análise comparativa do comportamento dos índices acionários é de significativa importância para testar a hipótese de contágio e “descontágio” do mercado financeiro brasileiro em relação ao mercado financeiro argentino.

Gráfico 4 – Índice Ibovespa e Índice Merval



É bastante evidente que o índice Ibovespa e o índice Merval apresentaram forte tendência comum no primeiro período, quando ambos estavam em queda. A perda de rentabilidade do índice Merval pode ser atribuída ao clima de instabilidade que a economia Argentina apresentava nesse período – registrada pelo aumento da taxa EMBI – o que teve reflexos também sobre o comportamento do índice Ibovespa. De fato, o alto coeficiente de correlação entre os dois mercados (+0,91) indica os efeitos adversos do contágio da bolsa brasileira pela Argentina neste período. Entretanto, pode-se observar que no início do segundo período da amostra, o índice Merval continua em queda, enquanto que o índice Ibovespa começa a apresentar sinais de recuperação e descola do índice Merval. Ao longo do resto do período, os dois índices apresentaram-se pouco relacionados, ressaltando-se a recuperação do índice Merval a partir de dezembro de 2001 e sua maior volatilidade ao longo deste segundo período. A evidência gráfica e o baixo coeficiente de correlação entre os dois mercados (+0,34) permitem confirmar a hipótese de “descontágio” do Ibovespa em relação ao Merval, a partir de novembro de 2001.

4. Conclusão

O objetivo deste estudo era avaliar o grau de associação entre os mercados acionários brasileiro e argentino, e testar a hipótese de contágio e “descontágio” entre ambos. Os indicadores de risco país mostraram-se uma variável importante para explicar o comportamento dos índices acionários. De fato para o primeiro período da amostra (abril/01 – outubro/01), a queda de credibilidade nos mercados argentino e brasileiro foi decisiva para explicar a forte perda de rentabilidade em ambos os mercados. Situando-se a origem da crise na instabilidade econômico-financeira da Argentina, a hipótese de contágio do Ibovespa pelo índice Merval pode ser confirmada. Já para o segundo período da amostra (novembro/01 – abril/02), há um significativo descolamento da bolsa brasileira em relação à Argentina. O coeficiente de correlação entre as duas bolsas de valores caiu de +0,91 no primeiro período, para +0,34 no segundo período. O “descontágio” do Ibovespa pode ser atribuído em grande medida ao fato do risco país do Brasil ter se mantido estável, enquanto que o risco país da Argentina aumentava consideravelmente.

A confirmação da hipótese de “descontágio” do mercado de ações brasileiro em relação ao da Argentina no período pós-outubro de 2001, pode estar relacionada à persistência em garantir os fundamentos macroeconômicos e a posição de competitividade das empresas de capital aberto da economia brasileira como fatores essenciais para a diferenciação do mercado acionário brasileiro perante o investidor externo.

5. Referências Bibliográficas

Edwards, S. (2000) “Contagion” (in mimeo), Economics Department, University of California, Los Angeles, 40 p. (Disponível em: <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/papers.htm>>)

Eichengreen, B. e A. Rose (1999) “Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance”. Chicago Press.

Forbes, K. e R. Rigobon, (2000) “Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications.” *NBER Working Paper 7885*.

Kaminsky, G. e C. Reinhart (1999), “Bank Lending and Contagion: Evidence from the East Asian Crisis,” Working Paper, National Bureau of Economic Research.