# A influência do índice de risco-país nas decisões de investimento em condições de instabilidade política e econômica momentânea

**REGIS GARCIA**
**Ademilson Rodrigues dos Santos**

**Resumo:**

*O objetivo deste artigo é demonstrar que em momentos de stress no mercado financeiro o risco-país pode representar uma medida superavaliada para compor um prêmio de risco adicional. Busca-se demonstrar que não é possível a previsão de fatores políticos e econômicos e o EMBI+ Brasil pode contemplar aspectos momentâneos. Delineou-se uma pesquisa explicativa com análise quantitativa empírico-analítica. Demonstrou-se que após o período de turbulência eleitoral de 2002 pode-se passar a uma estabilidade e os investimentos demonstraram-se viáveis não refletindo as expectativas negativas corroborando com a existência de um EMBI+ Brasil superavaliado. Infere-se que decisões tomadas com risco-país baixo também podem enganar o investidor, pois se for calculado um prêmio de risco adicional com o EMBI+ Brasil nos patamares atuais (2006), certamente esse prêmio será baixo, indicando que investimentos no Brasil na atual conjuntura são de baixo risco. Sugere-se a utilização cautelosa e racional do risco-país como elemento de prêmio adicional para investimentos em países emergentes e a complementação com outros fatores de análise além da necessidade de mais estudos e testes empíricos que possam melhor delinear a relação dos índices de risco com o real comportamento futuro do mercado por ele medido.*

**Área temática:** *Controladoria*

# A influência do índice de risco-país nas decisões de investimento em condições de instabilidade política e econômica momentânea

**Regis Garcia (UFPR/UEL) – regis.garcia@shmaraba.com.br**
**Ademilson Rodrigues dos Santos (UFPR/UEL) – kunhissa@hotmail.com**

**Resumo**

O objetivo deste artigo é demonstrar que em momentos de *stress* no mercado financeiro o risco-país pode representar uma medida superavaliada para compor um prêmio de risco adicional. Busca-se demonstrar que não é possível a previsão de fatores políticos e econômicos e o EMBI+ Brasil pode contemplar aspectos momentâneos. Delineou-se uma pesquisa explicativa com análise quantitativa empírico-analítica. Demonstrou-se que após o período de turbulência eleitoral de 2002 pode-se passar a uma estabilidade e os investimentos demonstraram-se viáveis não refletindo as expectativas negativas corroborando com a existência de um EMBI+ Brasil superavaliado. Infere-se que decisões tomadas com risco-país baixo também podem enganar o investidor, pois se for calculado um prêmio de risco adicional com o EMBI+ Brasil nos patamares atuais (2006), certamente esse prêmio será baixo, indicando que investimentos no Brasil na atual conjuntura são de baixo risco. Sugere-se a utilização cautelosa e racional do risco-país como elemento de prêmio adicional para investimentos em países emergentes e a complementação com outros fatores de análise além da necessidade de mais estudos e testes empíricos que possam melhor delinear a relação dos índices de risco com o real comportamento futuro do mercado por ele medido.

Palavras-chave: Risco-país. Decisões de investimento. Mercado financeiro.

Área Temática: Controladoria

## 1 INTRODUÇÃO

Saber onde e quando investir, quanto se exigir de rentabilidade de um investimento, até quando apostar em mercados emergentes, eis o grande desafio de quem se aventura no mercado de títulos mobiliários. As características atuais exercem uma forte influência sobre as formas de análise de investimentos principalmente no mercado de capitais.

Segundo Damodaran (2003) com a expansão de companhias e investidores globais há uma expansão dos mercados financeiros ao redor do mundo colocando os estudiosos de mercado e profissionais diante de questões de estimação sobre o risco associado à globalização. Destaca que os investimentos em mercados emergentes podem oferecer grandes retornos, “porém eles são acompanhados por grandes riscos”.

Ao se estudar risco de mercados emergentes se torna quase impossível não se falar sobre o risco-país. Esse indicador de confiabilidade principalmente na economia de um país tem ganhado destaque a partir do processo que transformou os mercados locais em grandes redes de investimentos mundiais. Damodaran (2003) discorre que “enquanto as barreiras para a comercialização entre mercados têm caído, investidores ainda têm um abrigo enviesado de seus portfólios e que os mercados permanecem parcialmente segmentados.”

Nesse contexto, este trabalho discutirá a relatividade da utilização do risco-país como elemento no cálculo do risco adicional para investimentos em mercados emergentes. Pretende-se demonstrar que embora seja uma medida mundialmente difundida, sua utilização deve considerar certo grau de relatividade, principalmente em relação às limitações de previsibilidade das situações futuras dos países em termos políticos e econômicos.

A busca por métodos mais eficazes de mensuração de risco e conseqüente aumento de

eficácia nos investimentos podem superavaliar determinados elementos, como é o caso do risco-país, embora sua importância no processo de análise seja indiscutível. Uma vez que muitas metodologias possuem diferentes abordagens, há de se valorizar discussões devidamente embasadas que busquem seu aprimoramento.

Essas metodologias ajudam principalmente a reduzir o risco em países com mercados menos maduros como no caso do Brasil que sofre bastante influência da situação política e econômica de seus vizinhos latino-americanos (crise do México em 1995; Argentina em 2001) e mundiais (crises: asiática em 1997 e Russa em 1998), embora essa influência venha caindo à medida que o Brasil vai se tornando mais bem visto pelo mercado mundial.

Segundo Tomas e Leal (2003) na análise de investimentos de capital se torna importante a utilização de técnicas visando garantir um investimento mais seguro e salientam que isso se dá particularmente quando se trata de mercados mais voláteis como os mercados latino-americanos. Porém, ao tentarem sugerir a formação de um portfólio com títulos latino-americanos encontram como uma das dificuldades a grande volatilidade.

Essa é uma das características dos mercados emergentes com o do Brasil. Há bastante instabilidade quanto às cotações das ações, principalmente pelo fato de estarem expostas a uma grande gama de variáveis (domésticas e externas) relacionadas à política e economia desses países que afetam seu nível de risco. Dentre as variáveis domésticas estão dívida pública, inflação, taxa de crescimento, dívida externa, reservas internacionais e a conta-corrente; nas externas destacam-se a taxa de juros do Tesouro Americano e europeu, além do grau de aversão ao risco do investidor estrangeiro (TEIXEIRA; KLOTZLE, 2006).

Belivaqua *et al*. (2000) desenvolvem com êxito a demonstração das influências externas sobre países com mercado não maduros como é o caso dos latino-americanos, o que sugere a reflexão sobre a utilização do risco-país de forma relativa e acompanhada de outros elementos, sob pena de análises equivocadas a partir de indicadores de risco superavaliados. Nesse sentido, tenta-se responder à seguinte questão de pesquisa: Até que ponto a instabilidade dos índices de medição do risco-país (EMBI+ Brasil) pode comprometer sua utilização no cálculo do risco adicional e a análise de investimentos em países emergentes?

O objetivo geral é demonstrar que em momentos de *stress* no mercado, como o ocorrido em 2002, período pré-eleitoral brasileiro, o risco-país pode representar uma medida superavaliada para compor um prêmio de risco adicional. Entre os objetivos específicos pretende-se: demonstrar que não é possível a previsão do futuro em termos políticos e econômicos; demonstrar que o EMBI+ Brasil pode contemplar aspectos do momento que não perdurarão no médio e longo prazo comprometendo sua utilização no cálculo do risco adicional; e sugerir a utilização do EMBI+ Brasil de forma ponderada. Parte-se do pressuposto de que a questão anterior, levantada por Damodaran (2003), já está respondida, ou seja, deve-se considerar o risco país como elemento de risco adicional nos investimentos em países emergentes.

Este estudo quanto aos fins é uma pesquisa explicativa, a qual, segundo Vergara (2006), “tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno.” Utiliza-se a abordagem empírico-analítica descrita por Martins (2002, p.34) como “[...] a utilização de técnicas de coleta de dados, tratamento e análises quantitativas e a validação da prova científica buscada através de testes dos instrumentos, grau de significância e sistematização das definições operacionais”.

Este trabalho está estruturado, além desta introdução, nas seguintes seções: na segunda seção são apresentadas as considerações sobre risco-país; na terceira, faz-se consideração sobre o prêmio de risco-país nas análises de investimento; na quarta, o *spread* como fator de cálculo do prêmio de risco-país; na quinta, a relatividade da utilização do risco-país como fator de risco adicional; na sexta, análise comparativa do período pós 2002; na seqüência,

considerações finais e referências.

## 2 CONSIDERAÇÕES SOBRE O RISCO-PAÍS E SUA UTILIZAÇÃO NAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

O rápido crescimento das dívidas internacionais dos países emergentes nos anos 1970 e o crescente número de renegociação de dívidas no começo dos anos 1980 fizeram emergir a importância de uma modalidade específica de risco, o risco-país, o qual se tornou tópico de grande importância para a comunidade financeira internacional. O final dos anos 1980 presenciou renegociações bem-sucedidas (os *Brady Bonds* em 1989) de dívidas dos países emergentes e nos anos 1990 vários desses países (inclusive o Brasil) presenciaram a abertura de mercados e uma presença mais ativa de investimentos internacionais.

O risco-país, segundo Gimenes e Famá (2003), está atrelado aos títulos de curto e longo prazo dos governos, portanto, na visão dos mercados, mede a possibilidade de *default* (inadimplência) de um país em relação a seus papéis. O índice de risco-país é um indicador da probabilidade de que um devedor soberano não pagará suas dívidas (*A country risk rating is an indicator of the likelihood that a sovereign borrower will default on its debts*) (COSSET; ROY, 1991). Procura medir a desconfiança dos investidores quanto ao cumprimento ou não de seu reembolso na data de vencimento dos títulos por um determinado governo.

Como a década de 90 presenciou um expressivo fluxo de capital internacional em direção aos países emergentes, principalmente sob a forma de títulos, ações e investimento direto, o risco-país passou a ser uma variável-síntese que se revela como um importante determinante da dinâmica do fluxo de capital internacional (TEIXEIRA; KLOTZLE, 2006). Como existe a probabilidade de inadimplência (risco) e o investidor está interessado em quanto será recompensado por investir em papéis desses países, deve-se considerar a existência de um prêmio adicional de risco-país por investir em países emergentes, conforme defende Damodaran (2003).

Porém, fatores internos (domésticos) e externos influenciam o risco-país e levam ao questionamento sobre a utilização do risco-país como elemento adicional de risco em investimentos em países emergentes. Segundo Klotzle (2006) aqueles (internos) se relacionam às próprias oportunidades e os riscos que um determinado mercado oferece aos investidores internacionais. São fundamentos econômicos domésticos, tais como a taxa de crescimento, a razão dívida externa/exportações, dívida pública/PIB, situação fiscal/PIB, reservas internacionais/PIB e conta-corrente/PIB entre outros.

Os externos, complementa Klotzle (2006), relacionam-se a situação macroeconômica das principais economias desenvolvidas, a taxa de juros internacional e o grau de aversão ao risco do investidor estrangeiro. De acordo com Husted e Melvin (1998, p. 527) *apud* Valle (2000) os analistas também consideram a existência de incerteza política como: divergência entre grupos de diferentes línguas, etnias e religiões; extremo nacionalismo e aversão a estrangeiros; condições sociais desfavoráveis; conflitos na sociedade, violência e guerrilhas; a força e a organização de grupos radicais. Acrescenta-se a essas variáveis a instabilidade provocada pela incerteza em períodos pré-eleitorais, objeto de estudo deste trabalho.

Segundo (CHAMBERS, sd:23-4) *apud* Valle (2000) para a Standard & Poor's, três são os elementos para a avaliação do risco-país: o ambiente econômico, de negócios e social que influenciam tanto o *rating* do 'soberano' quanto o *rating* dos emissores lá domiciliados; as maneiras pelas quais um 'soberano' pode direta ou indiretamente intervir para afetar a capacidade de uma entidade cumprir as suas obrigações externas; e os fatores que mitiguem a possibilidade da intervenção na pontualidade do pagamento da dívida.

No entanto, Lee (1993) apontou uma superioridade das variáveis de instabilidade econômica; Fávero e Giavazzi (2002) analisaram porque as taxas de juros brasileiras são tão

altas e concluíram que os fundamentos macroeconômicos e as dinâmicas da dívida são os principais determinantes do *spread* das taxas de juros brasileiras; Souza e Moreno (1997) analisaram o mercado de *Brady Bonds* (modalidade *par Bonds*) brasileiros, argentinos e mexicanos e constataram a existência de correlação dos fluxos de capital entre os países e também a sensibilidade destes fluxos a mudanças em políticas econômicas. Teixeira e Klotzle (2006) encontraram evidências de que ambos os fatores – doméstico e externo – são determinantes importantes do risco dos países emergentes.

Teixeira e Klotzle (2006) destacam, é inegável que existe uma correlação forte entre os mercados de títulos latinos, implicando elevado risco de contaminação quando um desses países atravessa qualquer crise. No entanto, faz a seguinte reflexão: alguns alegam que a correlação se deve ao fato de muitos dos agentes econômicos acreditarem que esses mercados se comportam de forma semelhante e são afetados por variáveis gerais, e não, específicas, de cada um deles. Nesse contexto, considerar o risco-país na análise de investimento pode conter um viés, pois: e se elementos internos forem preponderantes para seu desempenho?

Valle (2000) comentando a influência do risco-país na capitação de recursos por empresas no exterior, destaca o problema do risco-país e ou "teto soberano": quando praticamente todas as empresas de um determinado país possuem o mesmo *rating* (teto soberano) e há fortes evidências de diferentes avaliações de títulos de mesmo *rating*, torna-se plausível o questionamento do valor desta informação. Ou seja, procura-se construir aqui o argumento de que os *ratings* atribuídos pelas agências são, muitas vezes, de rigor limitado e de valor discutível. Infere-se que *ratings* atribuídos ao Brasil em 2002 pode ter sofrido o mesmo viés.

Michalischen (2004), discutindo a influência desse viés na decisão de investimento, possui posicionamento semelhante: é intuitivo supor que um aumento exagerado do risco-país possa levar ao adiamento da decisão de investimento ou à exigência de retornos incompatíveis com o desempenho dos mercados locais. Contudo, também seria prudente afirmar que nem todas as empresas sofrem igualmente com os aumentos do risco-país, uma vez que características próprias dessas empresas podem determinar a exposição a esse tipo de risco, inerente ao ambiente institucional onde estão inseridas.

Para Michalischen (2004), tanto fatores comuns como específicos podem determinar o risco-país, no entanto, "nunca é fácil saber se um movimento de subida do risco-país está relacionado a alguma espécie de ceticismo com a política macroeconômica do país, ou se é apenas uma reação generalizada à percepção de risco desencadeada por problemas em outros países emergentes" ou internos, como uma sucessão presidencial.

Fica evidente, pelos vários estudos apresentados, que há questionamentos sobre o peso do risco-país nas análises de investimento; infere-se que o mesmo acontece com a sua utilização como elemento no cálculo do risco adicional – pressupõem neste trabalho sua aplicabilidade. Nesse sentido, discute-se, nos tópicos seguintes, a relatividade do risco-país como elemento adicional de risco nas decisões de investimento em países emergentes.

## 3 A CONSIDERAÇÃO DO PRÊMIO DE RISCO-PAÍS NAS ANÁLISES DE INVESTIMENTOS

As discussões sobre prêmio de risco país nas avaliações de investimentos, principalmente em países emergentes, podem ser feitas pelo menos sob dois pontos de vista. O prêmio de risco país pode ser analisado em termos de impacto no fluxo de capitais estrangeiros no país ou ainda como fator implícito da análise de investimentos alimentando as funções que determinam o custo do capital que será utilizado na análise.

Em relação à primeira abordagem Oreiro (2002) discute, por exemplo, a visão do projeto apresentado por Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano em 2002, o qual acusava que a taxa de juros real brasileira, na ordem de 11% na época, estaria excessivamente elevada.

Dessa forma haveria margem de redução nos juros sem causar necessariamente evasão de divisas. De acordo com o autor, Bresser e Nakano defendiam que o mercado financeiro internacional interpretaria uma redução na taxa de juros doméstica como uma redução no prêmio de risco.

Na hipótese de Bresser e Nakano o prêmio de risco país seria uma função dos estoques das dívidas internas e externas (pública e privada) e a taxa de juros doméstica sendo que quanto maior essa última maior o prêmio de risco país avaliado pelo mercado. O prêmio de risco país, portanto, teria caráter endógeno.

Vale se destacar algumas características apresentadas por Damodaran (2003) que justificam se considerar um prêmio adicional de risco país. A primeira se refere à questão desse tipo de risco não ser totalmente diversificável, ou seja, não se pode afastá-lo totalmente pela diversificação de carteira de investimento. Isso se dá pelo fato de que existe correlação entre os mercados, ou seja, atualmente o comportamento de um impacta no outro e assim sucessivamente e também devido aos investidores não estarem globalmente diversificados devido a algum tipo de restrição.

A segunda característica se refere ao nível de abertura do mercado, ou seja, os mercados atualmente são na sua maioria segmentados permitindo um aumento dos investimentos estrangeiros nos países. Há um fluxo constante de capitais entrando e saindo, em especial dos países emergentes.

Sob a abordagem do impacto do prêmio de risco país nos prêmios exigidos por investidores estrangeiros ao investirem em mercados emergentes Damodaran (2003) desenvolve trabalho discutindo a incorporação de um prêmio adicional pela existência de um maior risco em investimentos nesses mercados que em países desenvolvidos. Ele parte do pressuposto de que esse investidor exige um prêmio adicional que contemple o risco país denominado por Damodaran como prêmio adicional de risco país.

Entre os métodos de se considerar o prêmio de risco está o prêmio de risco histórico que, segundo Damodaran (2003) não pode ser utilizado em mercados emergentes devido à alta volatilidade desses mercados e a escassez de informações de longos períodos anteriores. Como alternativa o autor sugere que o prêmio de risco para países emergentes deve ser então:

| prêmio de risco país = prêmio base de mercados maduros + prêmio de risco líquido país. |
|---|

Como pode ser observado para o cálculo de um prêmio que contemple o risco-país necessita-se da determinação do risco-país que pode ser feita utilizando-se os índices divulgados pelas agências de avaliação de risco. Neste trabalho, como será analisado o comportamento do mercado brasileiro, optou-se pelo índice EMBI+ Brasil – *Emerging Markets Bond Index*, Índice de Risco dos Países Emergentes, calculado pela agência JP Morgan.

Segundo RISKTECH (2007) o EMBI – Brasil é um índice que reflete o comportamento dos títulos da dívida externa brasileira e corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação aos do Tesouro Americano. Basicamente, o mercado usa o EMBI+ para medir a capacidade de um país honrar os seus compromissos financeiros. Quanto maior a pontuação no indicador de risco mais arriscado é aplicar no país, assim para atrair capital estrangeiro, este deve oferecer altas taxas de juros para convencer os investidores externos a financiar sua dívida.

### 3.1 O *Spread* como Fator de Cálculo do Prêmio Adicional de Risco-país

Por um dos métodos, denominado de *spread*, o prêmio de risco país seria calculado a partir da diferença entre o rendimento dos títulos emitidos pelos países emergentes e aqueles emitidos pelo tesouro americano, considerado livre de risco.

Dessa forma, no caso do Brasil, até agosto de 2005 o título público mais negociado era o C-*Bond*, fruto da renegociação da dívida pública brasileira em 1994 (Plano *Brady*) e, portanto o parâmetro para comparação com o US *Treasury Bond*, Título do Tesouro Americano. Vale destacar que esse título foi substituído pelo A-*Bond* numa política do governo brasileiro para melhorar a imagem do país externamente pelo resgate dos títulos anteriores e amortização conseqüente da dívida (GOVERNO, 2006).

Pelo método de *spread*, em agosto de 2005, o C-*Bond* estava oferecendo rendimentos anuais na ordem de 7,70% enquanto o título americano estava cotado em 4,35% e dessa forma estaria implícito um prêmio de 3,35% (7,70% - 4,35%) a ser considerado nos investimentos no Brasil. Significa dizer que no momento da substituição do C-*Bond* os rendimentos por ele oferecidos já refletiam uma situação bem mais confortável em termos econômicos do que aquela observada em 2002 quando em outubro aproximou-se de 24%, ou seja, onerando o governo brasileiro com um prêmio de risco de 19,40% (23,75% - 4,35%).

Ao se considerar o risco-país como prêmio adicional de risco deve-se estar atendo basicamente a dois fatores: primeiro para os índices divulgados pelas agências de avaliação e segundo para as atitudes internas do país com reflexo no nível de confiabilidade do mercado. Esses fatores são mais concretos e podem ser acompanhados por meio das notícias e das posições de analistas de mercado.

O problema está quando não se têm informações mais concretas a respeito do que ocorrerá após uma mudança de comando do país, como ocorreu em 2002. Passam a haver uma série de especulações, muitas até incentivadas por interesses específicos, que acabam por reduzir a confiabilidade sobre a economia.

Essa instabilidade impacta diretamente no prêmio exigido dos títulos públicos de países como o Brasil, até que a situação se restabeleça e a confiança na economia do país aumente. Fica evidente que o comportamento do prêmio dos títulos brasileiros é diretamente proporcional à classificação do risco-país uma vez que esta é também influenciada pelo primeiro e vise-versa.

A evolução dos rendimentos do C-*Bond*, juntamente com outros dois títulos brasileiros - IDU – *Interest Due and Unpaid Bond*, (Bônus de Juros Devidos em Atraso) e o Par *Bond* (Bônus emitido como parte da renegociação da dívida brasileira em 1994, Plano *Brady*, e tem vencimento em 2024.) – pode ser vista no Gráfico 1 a seguir.

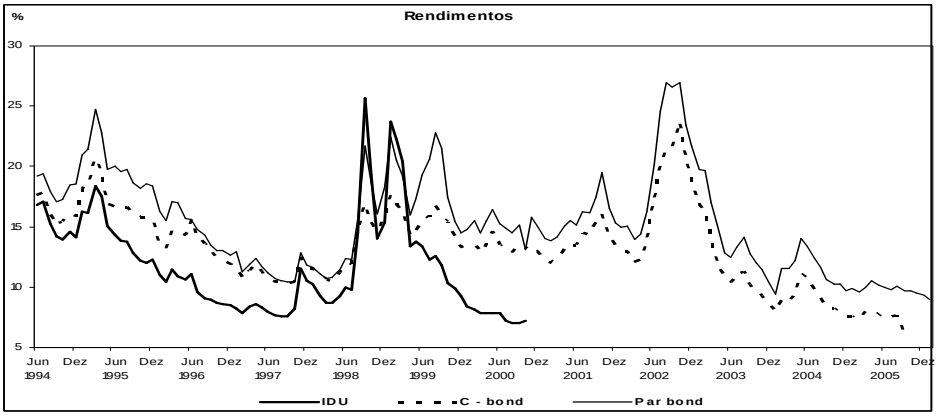
Fica evidente pelo Gráfico 1 a existência de alguns momentos de pico nos rendimentos dos títulos brasileiros. Um desses momentos é aquele referente ao ano de 2002, período eleitoral no qual o mercado reagiu à possibilidade de um governo de esquerda assumir o poder. A insegurança tomou conta do mercado financeiro brasileiro gerando momentos turbulentos com impacto direto no fluxo de capital estrangeiro e nos prêmios pagos aos seus títulos como forma de atrair os capitais evadidos.

Como se comportariam os investidores que considerassem o risco país como prêmio adicional de risco de seus investimentos naquele momento? Certamente optariam por aumentar sua linha de corte de atratividade em termos de rentabilidade de seus investimentos ou simplesmente não arriscariam seus capitais no Brasil em virtude das incertezas econômicas e políticas percebidas.

Outro aspecto é a alta volatilidade nos rendimentos desses títulos o que torna sua previsão de rentabilidade de curto prazo inconsistente. Embora se tratem de títulos de alta liquidez no mercado, inclusive o C-*Bond* é o segundo entre os títulos que compõem o EMBI+ justamente por sua alta comerciabilidade, os mesmos estão vulneráveis ao nível de confiança que os investidores internos e estrangeiros possuem em relação ao país emissor e por isso geram necessidade constante de revisão em seu *spread*.

No Gráfico 1 podem ser observados pelo menos mais dois momentos atípicos: 1998 e 1994 ambos referentes a períodos eleitorais, o que comprova a tendência de inquietações no

mercado quando há dúvidas quanto a questões de ordem política e econômica. Recentemente, em 2006, a situação foi diferente em vários aspectos, principalmente pela grande probabilidade de reeleição do atual presidente e conseqüente manutenção da política pública e da estrutura econômica.




Fonte: Tesouro Nacional

**Gráfico 1: Rendimentos dos principais títulos emitidos pelo Brasil.**

Isso se deu porque o país passa por um momento de estabilidade nos fundamentos econômicos fruto de várias ações desenvolvidas pelo governo que melhoraram a confiança dos investidores externos. Algumas dessas atitudes, relacionadas à dívida pública, podem ser vistas no Quadro 1 abaixo. Com esses e outros eventos importantes nos últimos anos o risco país, medido pela JP Morgan Chase, chegou a novo recorde histórico no dia 19 de janeiro 2007, atingindo 185 pontos enquanto que o EMBI+ atingia 171 pontos.

Parte da explicação do comportamento do EMBI+ (Brasil) ser equivalente ao dos países emergentes se dá pelo fato de que o Brasil atualmente possui um grande peso na formação do EMBI+ devido ao volume de papeis negociados, à respeitabilidade adquirida desde o governo anterior em termos de pagamento da dívida pública e liquidez dos títulos da dívida. A tendência de queda do risco Brasil vem desde 2003, ano pós-eleição conforme pode ser visto abaixo:

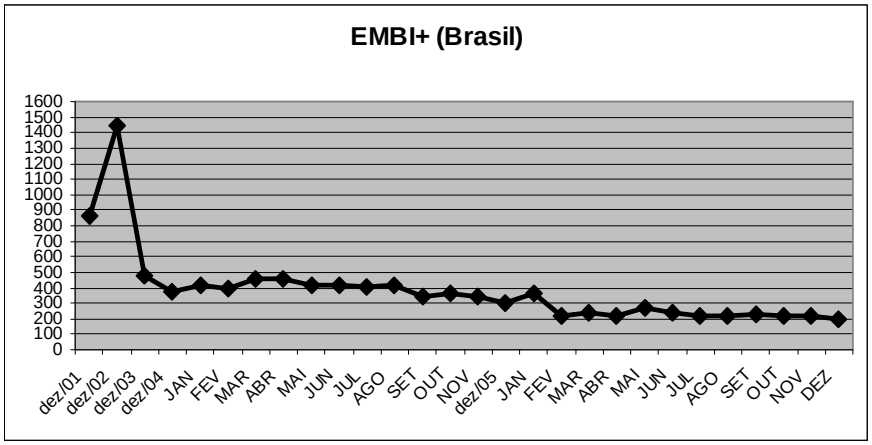
> Com a definição da política macroeconômica do novo governo, o *spread* passou a cair consistentemente em 2003, atingindo níveis abaixo dos 500 pontos em dezembro de 2003, janeiro e a partir de setembro de 2004, demonstrando a retomada da confiança dos investidores nos fundamentos da economia brasileira; o risco Brasil chegou a níveis inferiores a 400 pontos em dezembro de 2004 e manteve-se abaixo dos 300 pontos por todo o primeiro semestre de 2006. (BANCO [a], 2006, p.12).

- Julho/05: Pagamento antecipado da Dívida com o FMI (USD 4,9 bi);
- Agosto/05: Troca do C-Bond pelo A-Bond (USD 4,5 bi);
- Setembro/05: Emissão em Reais - BRL 2016 (USD 1,5 bi);
- Outubro/05: Exercício da opção de *call* dos C-Bonds (USD 1,1 bi);
- Dezembro/05: Pagamento antecipado da Dívida com o FMI (USD 15,5 bi);
- Janeiro/06: Anúncio do pagamento antecipado do Clube de Paris (USD 1,7 bi);
- Janeiro/06: Início do Programa de Resgate Antecipado de títulos da DPMFe com vencimentos até 2010 e bônus *Bradies* (USD 5,1 bi até 16 de agosto de 2006);
- Abril/06: O Tesouro exerceu seu direito de resgate antecipado (*call*), ao par, dos bônus Bradies em mercado (USD 6,5 bi);
- Junho/06: Leilão de recompra de títulos da divida externa - *Tender Offer*, resgatando USD 1,3 bi (valor de face);
- Julho/06: Operação de troca (*exchange*) dos Globais 2020, 2024, 2024B, 2027 e 2030 pelo Global 2037, no valor aproximado de USD 500 milhões;
- Agosto/06: Tesouro divulgou a nova estratégia de financiamento externo, focado em emissões qualitativas;
- Setembro/06: O Tesouro Nacional ampliou o Programa de Resgate Antecipado, incluindo os títulos com vencimento até 2012;
- Setembro/06: Emissão em Reais - BRL 2022 (USD 0,74 bi);
- Outubro/06: Reabertura do BRL 2022 (USD 0,30 bi);
- Novembro/06: Emissão do Global 2017 (USD 1,5) com o menor spread registrado desde 1995;
- Dezembro/06: Reabertura do BRL 2022(USD 0.35 bi)

Fonte: Tesouro [a] (2007).

**Quadro 1: Principais eventos dos últimos dois anos relacionados à dívida pública brasileira.**

De acordo com o Gráfico 2, é possível a visualização da evolução do EMBI+ Brasil desde 2001 – ano que antecedeu as eleições para presidente, passando por uma elevação no ano da eleição (2002) e oscilando com tendência de queda após as eleições do atual governo.




Fonte: Elaborado com base em dados da Bovespa.

**Gráfico 2: Evolução do risco do Brasil entre 2001 (ano pré-eleitoral) e 2006.**

Analisando, portanto, que o EMBI+ Brasil é: uma fonte segura de medição do risco país; e que ele mede satisfatoriamente uma tendência de países com características similares (emergentes), então se pode afirmar que ele é uma medida eficaz para o prêmio de risco-país adicional? A resposta a esta pergunta parece ser sim. De fato o EMBI+ Brasil é uma fonte segura de medição de risco-país e pode ser utilizado seguramente para o cálculo do prêmio adicional de risco nos investimentos em países emergentes, no caso o Brasil.

Ocorre que a seleção de um índice seguro não resolve todas as questões sobre a incorporação do risco-país na análise de investimento, pois algumas outras considerações devem ser feitas a fim de assegurar uma análise mais correta. Para tanto, retoma-se a questão levantada por Damodaran (2003): O risco-país deve ser considerado na análise de investimentos de capital como um prêmio adicional de risco principalmente para países emergentes?

Pelas considerações contidas neste trabalho e as discussões apresentadas por Damodaran parece evidente que se deve considerar um prêmio de risco adicional representado pelo risco-país. Essa conclusão pode ser vista explicitamente no trabalho desse último autor: “se as companhias investem em diferentes mercados elas precisão integrar ao cálculo do custo do capital sua exposição ao risco país.”

Na seção seguinte será discutida a relatividade da utilização do risco-país no cálculo do prêmio adicional em investimentos principalmente em países emergentes. Parte-se do pressuposto, portanto, que o EMBI+ Brasil é a medida mais adequada do risco-país e que se deve utilizar um prêmio adicional de risco, porém o próprio risco-país deve ser utilizado com ressalvas e cuidado nas análises de investimentos.

## 4 A RELATIVIDADE DA UTILIZAÇÃO DO RISCO-PAÍS COMO FATOR DE RISCO ADICIONAL

Numa análise crítica sobre a utilização do risco-país como elemento para cálculo do prêmio de risco adicional nos investimentos em países emergentes, constata-se que ele, medido pelo *spread* dos títulos da dívida, é inconstante em termos de comportamento podendo levar a análises equivocadas se não forem considerados elementos adicionais.

Um dos fatores importantes na consideração relativa do risco-país na análise de investimentos se dá pelo fato de que sua compreensão implica no conhecimento não apenas sobre o país e suas tendências políticas e econômicas. É necessário o entendimento das

relações desse país com o resto do mundo e os fatos mundiais que possivelmente exerçam alguma influência sobre ele. Megale (2005) salienta que para entender a evolução do risco país medido pelo *spread* de seus títulos no mercado, não basta entender as características internas, mas também avaliar o papel dos choques internacionais.

Essa complexidade na compreensão do comportamento do risco país, sua interpretação adequada e a isenção nos julgamentos sobre o futuro aumentam o cuidado na sua utilização. Longe de se questionar a aplicabilidade da incorporação do risco-país como prêmio adicional na análise de investimentos, destaca-se a necessidade de cautela no peso que se deva dar a ele nesse processo.

Megale (2005) estuda o impacto dos choques externos sobre os *spreads* emergentes, ou seja, ele sofre influência inclusive de contágio nas crises envolvendo os países emergentes, principalmente pela aversão ao risco dos investidores internacionais. Na dúvida sobre se o país x tem a possibilidade de sofrer os mesmos efeitos do país y que está em crise, melhor não arriscar.

Esse fato pode levar a seguinte consideração: se houver a utilização indiscriminada do risco país como prêmio de risco adicional - superavaliando o retorno percentual exigido daquele investimento - e se a medida de risco utilizada estiver contaminada por problemas temporais ou de baixa correlação real com o futuro comportamento da política e economia do país, certamente haverá equívoco na decisão de investimento.

Se em 2002 as análises de investimentos tivessem sido feitas considerando apenas o *spread* do C-*Bond*, por exemplo, para determinação da taxa de atratividade dos investimentos no Brasil, certamente muitos investimentos não seriam feitos. Seriam descartados por inviabilidade em termos de retorno requerido, no entanto, o que se observou foi um aumento gradativo da confiança no mercado brasileiro que culminou no novo recorde de baixa do risco país (185 pontos) já citado.

Portanto, conclui-se que numa análise de investimentos considerando apenas o *spread* dos títulos do governo como parâmetro para o prêmio de risco adicional, existe a possibilidade de uma decisão excessivamente conservadora, principalmente tratando-se de investidores com alta aversão ao risco. Essa medida necessita de uma análise complementar buscando elementos que indiquem influências momentâneas e passageiras de instabilidade como ocorreu após 2002.

Após as turbulências deste ano que indicavam um prêmio de risco dos títulos brasileiros de mais de 19% entrou-se num período de relativa calmaria causando um aumento da confiança externa no Brasil que fica evidente pela análise da participação de investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro, conforme pode ser visto na Tabela 1 abaixo:

**Tabela 1: Evolução da participação dos investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro**.

**PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES EXTRANGEIROS NA BOVESPA**

| | À vista | Termo | Opções | Outros | Total | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2003 | 27,3 | 7,1 | 4,4 | 18,5 | 24,1 | |
| 2004 | 30,8 | 3,6 | 4,5 | 16,7 | 27,3 | |
| 2005 | 36,4 | 1,1 | 7,4 | 24,9 | 32,8 | |
| 2006 | 38,7 | 1,2 | 7,9 | 19,8 | 35,7 | (*) |

(*) A partir de 2006 a Bovespa passou a divulgar o exercício de opções, aqui omitido.

Fonte: Elaborada com base em dados da Bovespa.

Como pode ser observado no ano de 2003, portanto, o primeiro ano do novo governo, os investidores estrangeiros representavam 24,1% do mercado de ações da Bovespa sendo que a cada ano esse percentual foi aumentando chegando em 2006 com uma participação de 35,7%. Esse quadro de aumento de investidores estrangeiros arriscando seus capitais no Brasil demonstra o aumento da confiabilidade no mercado brasileiro rompendo a barreira causada pela insegurança política de 2002.

O aumento da participação de investidores estrangeiros no mercado financeiro brasileiro representa uma confiança maior no país não observada na ocasião das eleições em 2002. Outra análise que pode ser desenvolvida é do comportamento do IBovespa, Índice da Balsa de Valores de São Paulo, após o nível de risco país ter chegado a mais de 1.400 pontos. Para se fazer a análise em questão selecionou-se uma empresa representante para cada uma das seguintes áreas: indústria de celulose e papel, Aracruz; indústria aeronáutica, Embraer; indústria petrolífera, Petrobrás; e de mineração, Vale do rio doce.

Como critério de seleção, as mesmas deveriam compor a carteira do IBovespa (índice composto pelas ações de maior liquidez do mercado brasileiro) para o período de janeiro a abril/2007 e, portanto atual, e que estivessem entre as de maior volume de negociação de ações nos anos entre 2003 e 2006. Entendeu-se que selecionando as empresas de maior negociabilidade a amostra, embora com certo grau de tendenciosidade, pudesse representar uma carteira hipotética que contemplasse um bom volume de capitais investidos. Também, que essas empresas são boas representantes daquelas que atuam em níveis diferentes, tanto no mercado interno quanto externo.

Outro aspecto importante é que foi considerado apenas um tipo de ação negociada para cada empresa, ou seja, quando esta possui mais de um tipo de ação negociada, optou-se pela de maior representatividade e que esteve presente no IBovespa em todos os anos em análise. A metodologia foi a de se estabelecer a performance dessas ações, e também do IBovespa, no ano de 2002 que apresentou um risco-país (Brasil) bastante elevado, e posteriormente acompanhar seu desempenho nos anos subseqüentes chegando-se a uma média de rentabilidade entre os anos que sucederam 2002 (Tabela 2).

**Tabela 2: Evolução do Ibovespa e das ações selecionadas.**

**PERFORMANCE DAS AÇÕES SELECIONADAS DO IBOVESPA**

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Variação média 2003-2006 | Beta(**) | Volatilidade (**) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Aracruz Celulose(*) | 79,2 | 65,0 | 2,1 | -2,6 | 47,1 | 27,9 | 0,6472 | 27,24% |
| Embraer | 23,2 | 53,4 | -13,9 | 18,0 | 25,0 | 20,6 | 0,3482 | 25,15% |
| Petrobrás | 6,7 | 71,3 | 33,6 | 59,9 | 38,2 | 50,8 | 0,9269 | 25,77% |
| Vale do Rio Doce | 103,6 | 72,8 | 38,4 | 30,7 | 36,4 | 44,6 | 1,3048 | 40,38% |
| Ibovespa | -45,5 | 141,3 | 28,2 | 44,8 | 45,5 | 65,0 | 1,0000 | 22,58% |

(*) Esta empresa participou do IBovespa no período apenas com as ações do tipo PN
(**) Esses índices referem-se ao período entre 03/01/2006 a 11/01/2007

Fonte: Elaborada com base nos dados da Bovespa.

Pela análise da Tabela 2, é possível a verificação que a rentabilidade das ações selecionadas no ano de 2002 foi bastante satisfatória, quanto não ao menos apresentou valores positivos. O mesmo não ocorreu com Ibovespa, o qual fechou negativamente em 45,5% certamente desencorajador para um investidor com aversão ao risco.

Numa avaliação de custo de capital neste ano, com o EMBI+ Brasil fechando acima dos 1.400 pontos, ou seja, mais de 14% de *spread* sobre os títulos do governo, chegar-se-ia, de tal forma, a um valor muito alto para o custo do capital, inviabilizando alguns possíveis investimentos. Essa situação se agrava quando se utiliza de outros critérios adicionais para a incorporação do prêmio de risco-país na análise.

Segundo Damodaran (2003) um outro método de avaliação do risco país é o desvio padrão relativo, ou seja, o desvio padrão do mercado de ações do país emergente x em análise dividido pelo desvio padrão do mercado americano.

$$\text{Desvio padrão relativo (país x)} = \frac{\text{Desvio padrão (país x)}}{\text{Desvio padrão (EUA)}}$$

Na impossibilidade ou inviabilidade de cálculo do desvio padrão em momentos turbulentos como no caso do Brasil em 2002, Damodaran defende que se utiliza um valor padrão de 20% de desvio para o mercado americano e 38% para o dos países emergentes. Esse valor é considerado como um valor médio padrão nesses momentos turbulentos. Se for calculado dessa forma, o desvio padrão relativo do Brasil seria de 1,9. Esse fator é então multiplicado pelo *spread* dos títulos americanos que no ano de 2002/2003 esteve por volta de 4,5% determinando o prêmio de risco do país.

$$\text{Prêmio de risco de mercado (Brasil)} = 4{,}5\% \text{ x } \frac{38\%}{20\%} = 8{,}55\%$$

Mesmo medido pelo desvio padrão relativo, considerando a média aceita pelo mercado em momentos turbulentos, o prêmio de risco encontrado para o Brasil em 2002 é bastante alto uma vez que representa quase o dobro do risco americano (1,9 vezes). Uma outra media ainda poderia ser considerada: a utilização da relação entre o desvio padrão do mercado e a do C-*Bond* brasileiro. Essa medida tem por finalidade maximizar o prêmio de risco uma vez que o prêmio de risco de mercado certamente é maior do que o *spread* de inadimplência medido a partir dos títulos do governo. A fórmula abaixo descreve a metodologia para o cálculo:

$$\text{Prêmio de risco de mercado} = \text{Spread de inadimplência do país x } \frac{\text{DP (mercado)}}{\text{DP Bond (moeda corrente)}}$$

Fica evidente que se obterá uma medida de prêmio de risco maior do que o próprio *spread* dos títulos do governo. Isso se dá devido ao fato de que sobre esse valor estará considerando-se o quanto o mercado é mais volátil do que o próprio título. Como visto, o *spread* medido pelo EMBI+ (Brasil) em 2002 chegou a mais de 14%, o que leva a um prêmio de risco medido por esse método de:

$$\text{Prêmio de risco de mercado} = 14\% \text{x} \frac{38\%}{38\%} = 14\%$$

No ano de 2002 a volatilidade tanto do mercado como do C-*Bond* foi bastante alta, portanto, utilizou-se apenas para fins de comparação uma volatilidade igual a do mercado, uma vez que é, nesse momento, apenas uma ilustração do cálculo pela fórmula. Não obstante percebe-se que esse método maximiza o prêmio de risco toda vez que o mercado estiver mais volátil do que os títulos da dívida do governo.

Sob essas outras metodologias de cálculo o custo de capital medido a partir da utilização do prêmio de risco adicional igualmente resultaria em altos custos de investimento desencorajando o investidor, principalmente aquele com alta aversão ao risco.

Vale destacar-se, embora não seja o objeto deste trabalho, a exposição de uma empresa específica ao risco-país, pois, seu determinante de prêmio de risco adicional é feito considerando-se o comportamento de suas ações em relação ao mercado. Dessa forma, empresas com betas maiores do que um, possuem um agravamento no seu nível de risco. É o caso da Vale do Rio doce (ver Tabela 2) com beta de 1,30, ou seja, essa medida maximizaria

sua exposição ao risco país.

Numa análise, portanto, ao desejar compor uma carteira eficiente o investidor certamente faria uma diversificação de ações buscando anular o efeito do beta. Porém, essa diversificação não retiraria o peso do alto custo de capital envolvido no mercado brasileiro no ano de 2002.

### 4.1 Análise Comparativa do Período pós 2002

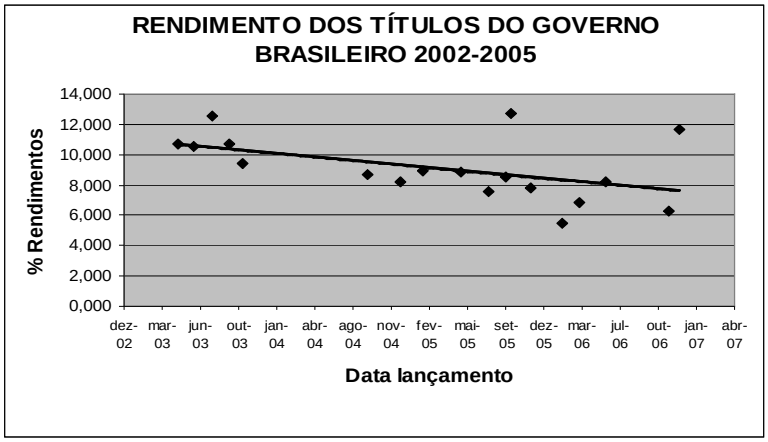
Pela análise da Tabela 2, é possível se chegar a algumas conclusões que corroboram com a indicação de que o prêmio de risco-país pode, quando utilizado isoladamente e indiscriminadamente, levar a uma visão demasiadamente conservadora em relação ao risco.

Considere o IBovespa que no ano de 2002 apresentava uma rentabilidade de -45,5 e fechou o período em análise (2003-2006) com alta de 65%. Se um investidor tivesse investido numa carteira hipotética exatamente com as ações que o compunham nesse período, embora o nível de risco no momento do investimento fosse altíssimo (EMBI+ acima de 1.400 pontos), teria ganhos consideráveis, cobrindo inclusive o próprio prêmio de risco adicional da época do investimento. Em relação às ações das empresas selecionadas ocorreu o mesmo. Embora na sua maioria apresentasse uma média de rentabilidade inferior a 2002, também geraram ganhos bastante satisfatórios para o mercado brasileiro.

Outros indícios importantes de recuperação de credibilidade e estabilidade no mercado brasileiro podem ser observados na Tabela 2 nas colunas referentes à volatilidade das ações e do IBovespa. Com exceção da Vale do Rio Doce (também apresentou o maior ganho), as demais ações e o IBovespa apresentaram uma volatilidade em torno de 25%, considerada baixa. Para se ter uma idéia, Damodaran (2003) considerou uma volatilidade de 18,59% para o S&P 500 que é o índice da bolsa americana.

Não se pretende nesse momento considerar a possibilidade de que o investidor pudesse compor sua carteira com ações que não apresentaram um bom desempenho, ou que o mercado de ações é um mercado realmente de risco e que não é possível obter uma carteira perfeita como a sugerida aqui. O objetivo é destacar que existe obviamente uma possibilidade de perda mesmo quando se faz as análises mais complexas existentes, porém o mais prudente é a somatória de elementos observáveis do comportamento do mercado e o ajustamento desses elementos com a característica individual do investidor em termos de aversão ao risco.

O que não se pode, e esse é o objetivo deste trabalho, é a supervalorização do risco-país – embora mereça ser considerado nas análises – como elemento determinante de investimentos quando sua media está influenciada por questões políticas e passageiras. Sugere-se uma análise mais profunda das causas momentâneas ou não, da alta medida de risco-país observada, com base nos fundamentos políticos e econômicos do país em análise. Outro fator indicativo de recuperação e estabilidade pode ser observado no Gráfico 3 abaixo.




Fonte: Elaborado com base nos dados do Tesouro Nacional.

**Gráfico 3: Rendimento dos títulos do governo nas datas de lançamento.**

Pela análise do gráfico fica evidente, pela observação da linha de tendência, uma queda nos rendimentos oferecidos pelo governo brasileiro na ocasião da emissão dos títulos da dívida pública. Os pontos discrepantes observados acima de 12%, referem-se a títulos com relançamento, mais ainda assim com tendência de queda. Isso evidencia um menor *spread* dos títulos da dívida pública brasileira, um menor risco-país medido por esse indicador e uma maior estabilidade no mercado de capitais brasileiro.

Essa situação é corroborada pelo relatório de estabilidade financeira divulgado pelo Banco Central do Brasil em novembro de 2006 que indica as condições do mercado brasileiro e também dos principais mercados do mundo, em especial o europeu e americano, e sugere a manutenção de algumas regras de condução da política econômica. Indica que apesar de incentivos externos o volume de investimentos em países emergentes se manteve. Demonstra que o fluxo de capital estrangeiro para países emergentes se manteve no início de 2006, apesar da expectativa de redução da liquidez internacional devido aos aumentos sucessivos da taxa básica de juros norte-americana e a expectativa de aumento de juros dos demais países integrantes do G7 (grupo dos sete países mais ricos do mundo). (BANCO [b], 2006).

Não há a possibilidade de se prever o comportamento futuro de um mercado com precisão, tampouco as ações que serão tomadas por um governo. Também não é possível afirmar que a incorporação do risco-país nas análises de investimentos irá filtrar aqueles mais seguros ou rentáveis. Ou que compensarão com eficácia o risco assumido pelo investidor em mercados emergentes.

Mais uma vez reitera-se o objetivo de demonstrar o óbvio, ou seja, que o mercado especulativo é bastante volátil e pode ter períodos de altos e baixos constantes. Esses altos e baixos, influenciados por muitos fatores externos, impactam no nível de risco-país e representam fonte segura de análise de investimento.

Essa volatilidade e influência externa são perfeitamente observáveis no trabalho de Belivaqua, Garcia e Paula (2000) que demonstram a influência das crises mundiais e o comportamento do mercado latino-americano diante delas. Fica evidente que quanto mais imaturo o mercado mais influência ele sofre de elementos externos e que isso faz elevar o risco-país acima até do que seria razoável naquele determinado momento.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi demonstrar que se fossem tomados investimentos com base unicamente no risco-país (risco Brasil) medido pelo EMBI+ Brasil, na época em que este chegou a 1.400 pontos, talvez se tivesse ignorado possíveis investimentos rentáveis. Também não se teria vivenciado uma situação de investimento num mercado mais estável como aquele observado na seqüência. Embora ainda sujeito às pressões das turbulências internas e externas, comuns aos mercados emergentes, o risco Brasil como foi demonstrado caiu vertiginosamente e se mantém estável até os dias atuais.

Demonstrou-se que após um período de turbulência como o ano de 2002 pode-se passar a uma estabilidade que faz com que decisões de investimentos de alto risco passem na seqüência a ser consideradas como viáveis. Mesmo considerando o alto risco ou o alto custo do capital exigido pelo risco-país, esses investimentos se demonstraram como viáveis não refletindo as expectativas negativas daquela época.

Por outro lado, decisões tomadas hoje, quando o risco país se mostra bastante baixo também podem enganar o investidor. Se for calculado um prêmio de risco adicional com o EMBI+ Brasil nos patamares atuais, certamente esse prêmio seria baixo, indicando que investimentos no Brasil na atual conjuntura são de baixo risco e não exigem altos prêmios como ocorreu em 2002.

Destaca-se que esta situação de estabilidade observada pode tomar o caminho inverso da instabilidade de 2002, ou seja, podem ocorrer fatores, sejam internos ou externos, que

alterem essa tendência de queda do índice de risco Brasil. Investimentos feitos hoje, devem ter a mesma preocupação sugerida quando da situação inversa observada anteriormente.

Sugere-se que, seja em situação de altos índices de risco ou de baixos, a utilização do risco-país como elemento de prêmio adicional para investimentos em países emergentes seja feita de forma cautelosa e racional. Que esteja sempre acompanhado de outros elementos que podem ser utilizados nas análises de investimentos tanto em termos de custo de capital ou de comportamento do título em relação ao mercado local.

Conclui-se, portanto, que a utilização do risco-país nas análises de investimentos em países emergentes, necessita ser mais amplamente discutida. São sugeridos novos testes empíricos que possam melhor delinear a relação dos índices de risco com o real comportamento futuro do mercado por ele medido.

## REFERÊNCIAS


BANCO [a] Central do Brasil. **Risco País:** série perguntas mais frequentes. Criação e editoração Secretaria de relações institucionais. Brasília, agosto 2006. Disponível em: <www.cbc.gov.br>. Acesso em: 16/01/2007.

_____ [b]. **Evolução dos mercados financeiros.** Relatório de estabilidade financeira. BCB. Brasília, novembro 2006. Disponível em: <www.cbc.gov.br>. Acesso em: 16/01/2007.

BARROS, Otávio. **Reavaliação do risco Brasil.** Slides apresentados no seminário promovido pelo comitê de cooperação empresarial da FGV, Centro de economia mundial, Standard & Poor's e Jornal Valor Econômico. São Paulo, novembro de 2004. Disponível em: < www.fgv.br/centros/idx_cce_cem.asp>. Acesso em: 16/01/2007.

BELIVAQUA, Afonso S.; GARCIA, Márcio G. P.; PAULA, Áureo N. de. Prêmio de risco e política monetária em economias latino-americanas durante as recentes crises internacionais. In: **Papers.** PUC-Rio, agosto, 2000. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Papers/premioderiscoAL.PDF>. Acesso em: 19/01/2007.

COSSET, Jean-Claude; ROY, Jean. *The determinants of country risk ratings*. ***Journal of International Business Studies****, First Quaker,* 1991. p. 135-142.

DAMODARAN, Aswath. *Measuring company exposure to country risk: theory and practice.* **Stern School of business, s**etembro 2003. Disponível em: <http://www.behaviouralfinance.net/risk/Damo03.pdf>. Acesso em: 08/11/2006.

FÁVERO, Carlo A.; GIAVAZZI, Francesco. *Why are Brazil's interest rates so high*? **IGIER - Università Bocconi**, Milano, *Working Paper* n. 224, July 14, 2002.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175p.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 206p.

GIMENES, Cristiano M.; FAMÁ, Rubens. A correlação entre o risco país e índice de bolsa da América Latina: um estudo exploratório. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10. n. 2, p. 39-50, abril/junho, 2003.

GOVERNO retira C-Bond do mercado. **Notícia do jornal O globo,** 06 de setembro de 2005. Disponível em: < http://www.fea.ufjf.br/noticia.php?codigo=226>. Acesso em: 16/01/2007.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, cap.13, 14 e 15, 1982.

LEE, Suk Hun. Relative importance of political instability and economic variables on perceived country creditworthiness. **Journal of International Business Studies**; Fourth Quarter 1993; 24, 4; ABI/INFORM Global, p. 801.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002, 134p.

MCGUIRE, Patrick; SCHRIJVERS, Martijn A. *Common factors in emerging market spreads*. *BIS Quarterly Review* , *Dec.*/2003.

MEGALE, Caio. **Fatores externos e o risco país**. Rio de Janeiro, 2004. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica.

MICHALISCHEN, Fernanda. A influência do risco país no valor da empresa. *In:* SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, 7., 2004, São Paulo. **Seminários...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Administração – FEA/USP, 2004. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/Semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/Finan%E7as/FIN02-_A_influencia_do_risco.PDF>. Acesso em: 15/01/2007.

OREIRO, José Luis. Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para uma pequena economia aberta. **VII Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Curitiba, PR, de 28 a 31 de maio de 2002.

RISKTECH. **Composição do termômetro de risco:** elementos considerados para medição do risco em investimentos de capital. Atualizado em 17/01/2007. Disponível em: <www.risktech.com.br>. Acesso em: 19/01/2007.

SOUZA, Renata Soares D. de; MORENO, Roberto. Risco soberano e decisão de investimento: o mercado de *brady bonds*. *In:* ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 21., 1997, Rio das Pedras. **Anais...** Rio das Pedras: ANPAD, 1997. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/ler_pdf.php?cod_edicao_trabalho=3848>. Acesso em: 15/01/2007.

TEIXEIRA, Mariana Felix Figueiredo; KLOTZLE, Marcelo Cabus. Fatores determinantes do risco de países emergentes: um estudo do risco país específico. *In:* ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROM.

TESOURO [a] Nacional. **O Brasil virando onça.** Relatório da secretaria do tesouro nacional sobre os resultados de 1980 a 2005. Brasília, janeiro 2006. Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 20/01/2007.

____[b]. **Dívida pública brasileira:** condições macroeconômicas**.** Brasília, 17 de janeiro de 2007. Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br>. Acesso em: 20/01/2007.

TOMAS, Daniel da Cunha; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Construção de carteiras eficientes na América latina. **Coppead UFRJ**, n. 18, 28/10/2006. Disponível em: <http://www.coppead.ufrj.br/cefin/1.PDF>. Acesso em: 21/01/2007.

VALLE, Mauricio Ribeiro do. Mercados de *bonds*: risco, *rating* e custo de captação. *In:* ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Rio das Pedras: ANPAD, 2000. Disponível em: < http://www.anpad.org.br/ler_pdf.php?cod_edicao_trabalho=4176>. Acesso em: 15/01/2007.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2006. 96p.