

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO  
PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA

**A RELAÇÃO ENTRE OS FUNDAMENTOS  
MACROECONÔMICOS E O RISCO-PAÍS**

**RAFAEL GODOY DALBONI DE LIMA**

ORIENTADOR: PROF. DR. ALEXANDRE BARROS DA  
CUNHA

**Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2007**

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

# **A RELAÇÃO ENTRE OS FUNDAMENTOS MACROECONOMICOS E O RISCO-PAÍS**

**RAFAEL GODOY DALBONI DE LIMA**

Dissertação apresentada ao curso de  
Mestrado Profissionalizante em  
Administração como requisito parcial  
para obtenção do Grau de Mestre em  
Administração.  
Área de Concentração: Economia  
Empresarial

**ORIENTADOR: PROF. DR. ALEXANDRE BARROS DA CUNHA**

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2007.

# A RELAÇÃO ENTRE OS FUNDAMENTOS MACROECONOMICOS E O RISCO-PAÍS

RAFAEL GODOY DALBONI DE LIMA

Dissertação apresentada ao curso de  
Mestrado Profissionalizante em  
Administração como requisito parcial  
para obtenção do Grau de Mestre em  
Administração.  
Área de Concentração: Economia  
Empresarial

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

---

PROF. DR. ALEXANDRE BARROS DA CUNHA (Orientador)  
Instituição: IBMEC - RJ

---

PROF. DR. OSMANI TEIXEIRA DE CARVALHO GUILLÉN  
Instituição: IBMEC - RJ

---

PROF. DR<sup>a</sup> LUCIANE COSTA CARPENA  
Instituição: BNDES

Rio de Janeiro, 25 de outubro de 2007.

## **DEDICATÓRIA**

Dedico esta dissertação à minha família pelo apoio sempre prestado durante toda a minha carreira acadêmica, sem os quais não teria realizado esse trabalho.

## **AGRADECIMENTOS**

Os meus sinceros agradecimentos aos professores: Alexandre Cunha e Sérgio Ferreira pela orientação prestada deste meu trabalho acadêmico.

Agradeço aos professores desta renomada instituição que ao longo destes anos, forneceram-me todo o apoio solicitado.

## SUMÁRIO

Dedicatórias.....	4
Agradecimentos.....	5
Resumo.....	8
Abstract.....	9
I. Introdução.....	10
II. Revisão Bibliográfica.....	13
III. Análise Estatística e Econométrica.....	19
IV. Considerações Finais.....	31
V. Referências Bibliográficas.....	33
VI. Sítios de internet e base de dados utilizada.....	35
VII. Apêndice.....	36

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Dívida x EMBI.....	28
Figura 2 - Inflação x EMBI.....	29

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Estatísticas descritivas.....	22
Tabela 2 – Pooled Cross Section.....	24
Tabela 3 – Painel Estimation - Fixed Effects.....	27

## **RESUMO**

Esta dissertação estuda a relação existente entre as variáveis macroeconômicas e o risco-país. É um trabalho empírico que visa mostrar a contribuição dos fundamentos econômicos de cada país. Foram analisados nove países emergentes durante o período de 1998 e 2005. Podemos concluir que quanto maior for a dívida e a inflação contemporânea, maior será o risco-país. Por outro lado, quanto maiores forem as reservas internacionais, menor o risco.

## **ABSTRACT**

This dissertation studies the relation between macroeconomic variables and the country risk (risk premium). It is an empirical work which the main purpose is to show, how important the economical background is. Nine emerging market countries were analyzed from 1998 to 2005. We can conclude that the bigger the government debt as well as the contemporary inflation, the bigger the country risk will be. On the other hand, the bigger the international reserves are the lower the country risk will be.

## I - INTRODUÇÃO

Esse trabalho tem por objetivo mapear a reação do mercado financeiro, expressa através do risco-país, com relação às diversas variáveis macroeconômicas. Vamos analisar a concepção e os determinantes do chamado prêmio de risco, *risk premium*.

A expressão "risco-país" entrou para a linguagem cotidiana do noticiário econômico. O risco-país é um indicador que tenta determinar o grau de instabilidade econômica de cada país. Desta forma, se tornou decisivo para o futuro imediato dos países emergentes. Em função de não se poderem quantificar com certo grau de certeza os principais fatores determinantes deste risco, o mercado e o ambiente acadêmico têm discutido sua importância.

Segundo Neves (2003), o risco de crédito soberano pode ser entendido como a capacidade e a vontade de um país pagar a totalidade do principal e dos juros de suas dívidas nas datas previstas em contrato. A credibilidade da política econômica e a reação de cada país aos choques de oferta ou demanda é que, em parte, determina a capacidade de pagamento, enquanto que a vontade está relacionada a questões políticas e jurídicas. Vamos então analisar neste trabalho, basicamente a capacidade dos países em saldar suas dívidas, dadas as condições do ambiente econômico expresso por algumas variáveis de solvência e liquidez.

Daremos ênfase a dois indicadores muito importantes, que é a relação dívida/PIB e a fração do consumo do governo em relação ao PIB. Buscaremos verificar, como que o mercado reage, através do prêmio de risco, a esses indicadores.

O melhor e mais conhecido indicador do mercado para o *risk premium* dos países emergentes é o chamado EMBI+, *Emerging Markets Bond Index Plus*, produzido pelo

banco JP Morgan. O índice é composto de uma cesta de *bonds* negociado em moeda estrangeira no mercado secundário e emitido pelo governo central. O EMBI+ compreende principalmente títulos da dívida externa.

Akitoby e Stratman (2006) utilizam o EMBI+ como variável dependente, no entanto, Canuto e Santos (2004) utilizam as notas dadas pelas agências de risco. Devemos claramente diferenciar a classificação de risco de crédito dado pelas agências de risco, *sovereign risk* e o chamado *country risk* evidenciado pelo EMBI+. O risco-país é um reflexo imediato das condições de mercado, sentimento dos investidores em relação ao crédito e perfil de risco do país emissor, é mais focado no curto prazo e está, como veremos neste trabalho, atento a situação macroeconômica do país. Enquanto que o *rating* soberano é uma opinião emitida pelas agências de risco, reflete os fundamentos macro e micro de um país no longo prazo e varia em intervalos maiores de tempo.

O EMBI+ está relacionado com o movimento dos preços dos títulos da dívida de países emergentes no mercado secundário e apresenta a rentabilidade desses títulos acima do *FED Funds* considerado livre de risco. Quanto maior o risco de *default* de um país, maior deverá ser a rentabilidade dos títulos, pois, investidores exigirão uma taxa maior de retorno.

Podemos dizer que o risco soberano influencia também, quase que diretamente, na política monetária. Quanto maior o risco de um determinado país, maiores deverão ser as taxas de juros praticadas, conforme a relação de paridade descoberta de juros que relaciona a taxa de juros interna com a taxa livre de risco somada a desvalorização cambial esperada e ao prêmio de risco.

O risco-país medido pelo *spread* dos títulos internacionais, além de ser altamente relacionado com as questões políticas e econômicas internas de cada país, sofre influência

de fatores externos como crises de liquidez internacionais, aumento da taxa livre de risco que geram uma maior aversão ao risco.

Vamos analisar a reação do mercado através de variáveis macroeconômicas que possivelmente influenciam também no risco-país. O chamado perfil de risco do país emissor está diretamente relacionado com as suas variáveis macroeconômicas. Neste contexto vamos analisar algumas variáveis individualmente. Empiricamente, um pequeno número de variáveis influencia bastante a percepção do investidor com relação a uma determinada economia. Foram usadas variáveis que indicam solvência, liquidez e fundamentos macroeconômicos. Neste trabalho podemos concluir que a dívida, as reservas internacionais e as receitas do governo, todos em razão do PIB e a inflação contemporânea são estatisticamente significativos.

Conforme esperado, vimos que é importante para uma economia manter a inflação controlada, uma baixa relação dívida/PIB e uma crescente quantidade de reservas internacionais. Tudo isso favorece a diminuição do risco-país.

O restante do texto é organizado da seguinte forma: na Seção 2 é apresentada uma revisão bibliográfica. Na Seção 3 é analisada a importância de cada variável macroeconômica usada no trabalho, os resultados econométricos e os gráficos de dispersão. Na Seção 4 apresentam-se as considerações finais. No anexo é apresentada a base de dados utilizada no trabalho.

## II – REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Recentemente, foram elaborados diversos trabalhos que pesquisaram e analisaram o comportamento e a reação do risco soberano a mudanças nos diversos indicadores macroeconômicos. O foco está nos países emergentes que utilizam mais ativamente a dívida externa como um fator de desenvolvimento e crescimento econômico.

Um artigo extremamente importante e que serviu de base para esse trabalho é Akitoby e Stratman (2006). Basicamente o trabalho analisa duas situações distintas, a primeira que é chamada *Successful fiscal adjustment* tem por característica reduzir os gastos do governo, em particular, transferências, salários, seguro social e desemprego e o não aumentar a receita via impostos. Na segunda situação, chamada de *unsuccessful fiscal adjustment* ocorre o aumento das receitas do governo via imposto e a redução dos gastos com investimento.

O ajuste fiscal pode afetar o risco país de três maneiras diferentes: (i) efeito macroeconômico; (ii) efeito expectativa; e (iii) efeito credibilidade. A questão central é o que comanda o tamanho desses efeitos. Segundo Alesina e Perotti (1996)<sup>1</sup> o que influencia o prêmio de risco é a composição do ajuste e não o tamanho propriamente dito. Eles se concentram em duas idéias:

1 - Reduções nos gastos governamentais têm um efeito mais duradouro na política fiscal do que aumento nos impostos. Um grande corte nos gastos correntes sinaliza uma permanente mudança de política, aumenta a expectativa de menores impostos no futuro, aumentando assim o bem-estar do consumidor. Isso leva a um crescimento da economia e naturalmente aumenta a receita do governo com arrecadação de impostos devido ao crescimento da base tributária.

---

<sup>1</sup> Alesina e Perotti também escreveram sobre os a relação entre o ajuste fiscal e o risco país. Akitoby e Stratman são bastante influenciados por esse estudo.

2- A composição do corte dos gastos governamentais é importante para a sustentabilidade da política fiscal, um exemplo usado por eles é que reduções, feitas através de reformas estruturais, de salários e nos programas sociais de transferência de renda têm efeito duradouro e mostra o comprometimento do governo com o lado fiscal da economia.

O trabalho de Akitoby e Stratman (2006) é um estudo empírico de 32 países durante o período de 1994 a 2003 e mostra através de uma análise de painel a relação existente entre o risco país medido pelo EMBI Global e a política fiscal. Eles usam os principais indicadores de solvência e liquidez como variáveis de controle para isolar o lado fiscal.

Foram analisadas como importantes indicadores a relação entre dívida e renda nacional; o total de reservas internacionais como porcentagem do PIB; a taxa de inflação; o histórico de *default* de cada país, uma *dummy* regional que tenta capturar se existe contágio de localização de cada país; o total das receitas em porcentagem do PIB e os gastos correntes do governo em relação ao PIB.

Inicialmente os autores implementaram uma regressão sem incluir a política fiscal. Dívida, reservas, inflação e histórico de *default* apresentam os efeitos esperados, ou seja, coeficiente positivo para dívida, inflação e *default* e negativo para reservas. A *dummy* de contágio não foi considerada estatisticamente significativa. Em seguida, em outra regressão, os autores incluem as variáveis fiscais. Isso não mudou o sinal das outras variáveis, no entanto, a *dummy* de contágio fica estatisticamente significativa ao nível de 5% o que leva os autores a concluir que a região pode influenciar a aversão ao risco por parte dos investidores internacionais. Analisando o lado fiscal pode-se observar que os

gastos correntes possuem o coeficiente negativo e é estatisticamente significativo, enquanto que as receitas as receitas não puderam ser consideradas significativas.

Os autores observam que caso haja a necessidade de se financiar os gastos governamentais, o investidor prefere que esse financiamento seja feito através de aumento na receita com impostos do que aumento na dívida. O investimento não foi considerado significativo. Segundo eles, o tamanho do investimento pode não importar para o investidor e sim, a qualidade.

A conclusão básica que podemos observar é que reduções nos gastos possuem empiricamente, um efeito maior no risco país do que aumento de receitas. Além disso, a diminuição dos gastos correntes é melhor percebida pelo mercado do que contrações no investimento.

O outro estudo usado como referência é o de Canuto e Santos (2004), em que os autores se propõem a analisar os determinantes macroeconômicos do risco soberano que, neste caso é expresso pelas notas dadas pelas seguintes agencias: Standard & Poor's, Fitch e Moody's. O *rating*, atualmente é usado pelos agentes econômicos como um dos principais instrumentos de referência para medir o risco de investir em outro país. Cada agência possui um formato na divulgação das notas, por isso os autores atribuem uma escala numérica para as notas. A escala vai de 1 a 24 sendo que a melhor nota atribuída, ou seja, com menor probabilidade de *default* é 1 e a pior 24. Até a nota 10 o país pode ser considerado *investment grade* enquanto que de 11 em diante, chamamos de *Speculative Grade*.

Os autores inicialmente, mostram, através de gráficos, as relações existentes entre alguns indicadores macroeconômicos e o *rating*. O primeiro deles analisa a renda nacional *per capita* que é um bom indicador no nível de desenvolvimento econômico e institucional de um país específico. O gráfico possui como esperado o coeficiente angular negativo, ou

seja, quanto maior a renda nacional, menor o *rating*. Todos os países em 2002 com renda anual per capita menor do que US\$ 5.000 pertence à categoria dos *Speculative grade*, uma exceção, segundo o autor, foi a China que com renda de US\$ 1.000 é considerada *investment grade*, pois possui uma baixa relação da dívida sobre o PIB, assim como uma dívida externa baixa, inflação sobre controle e um grande potencial de crescimento.

A seguir, Canuto e Santos (2004) usam a média de inflação dos últimos cinco anos. Com o coeficiente angular positivo, é possível observar, no exemplo usado, que todos os países que estão classificados no grupo de investimento de baixo risco não possuem uma inflação média acima de 10%, enquanto os mais arriscados possuem altas taxas de inflação. Outro gráfico usado foi para tentar relacionar a quantidade de crédito, em porcentagem do PIB, disponível na economia doméstica com o risco-país. Segundo os autores, o crédito interno privado é um indicativo do nível de desenvolvimento do mercado financeiro de cada país. A relação encontrada, como de esperado foi que quanto mais desenvolvido o sistema financeiro, melhor o *rating*. Outros gráficos usados foram: nível de abertura comercial, no qual não se percebe nitidamente uma relação com o *rating*, no entanto, é considerado pelas agências como um bom indicador de integração mundial; dívida externa sobre a conta corrente do país<sup>2</sup>, quanto maior essa relação, pior é o *rating*.

Canuto e Santos (2004) se basearam em um dos pioneiros artigos que relaciona os indicadores macroeconômicos com a nota atribuída pelas agências de risco, lançado em 1996 por Cantor e Parker em que a variável dependente utilizada era a média do *rating* da Standad and Poor's e Moody's em 1995 convertido numericamente. As variáveis explicativas usadas pelos autores foram: Renda *per capita*, taxa de crescimento do PIB, inflação, resultado fiscal, balança comercial, dívida externa, indicador de histórico de default e um indicador de desenvolvimento econômico. Canuto usou o mesmo modelo

---

<sup>2</sup> Considerado o somatório do total das receitas com transferências unilaterais com exportação de produtos e dos serviços de fatores e não fatores.

econométrico, no entanto com dados atualizados entre 1998 e 2002, incluiu o índice da Fitch, substituiu a variável de balança comercial pelo índice de abertura comercial e incluiu dívida bruta do governo central. Inicialmente usou-se um *Pooled Cross Section* e em seguida uma regressão de Painel. No primeiro modelo todas as variáveis foram consideradas significativas e com o sinal esperado com exceção do crescimento do PIB. Já no painel apenas 3 coeficientes foram significativos (renda per capita, dívida do governo e dívida externa) e com  $R^2$  de apenas 11%.

Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), discutem três conceitos muito usados na literatura: *original sin*, *debt intolerance* e *currency mismatches*.

- ***Original Sin***: é definida como a impossibilidade do país de tomar dinheiro no exterior na sua própria moeda. Ou seja, a impossibilidade de lançar títulos da dívida na sua própria moeda sem que tenha embutido o risco cambial.
- ***Debt Intolerance***: é definida como a inabilidade dos países emergentes de gerirem, administrarem, grandes dívidas externas que são administradas por países desenvolvidos.
- ***Currency Mismatch***: é definida como diferença entre os ativos e passivos em moeda estrangeira no balanço tanto de uma firma, quanto do governo, enfim da economia como um todo. O problema que existe nesse caso é quanto uma desvalorização cambial afeta a relação do passivo com o ativo, quando o passivo aumenta mais que o ativo.

Segundo os autores, *debt intolerance* e *currency mismatches* explicam o mesmo fenômeno que é a volatilidade da economia dos países emergentes e a dificuldade que os

mesmos possuem para honrar seus compromissos, suas dívidas. A impossibilidade do país não poder emitir títulos em sua própria moeda é uma possível explicação para o problema que possuem em administrar elevados níveis de dívida que muitas das vezes são facilmente administradas por países desenvolvidos.

Reinhard, Rogorff e Savastano (2003) afirmaram que *debt intolerance* pode ser explicado por um pequeno número de variáveis relacionado com o histórico de default de um país. Eles mostram que países que não honraram suas dívidas no passado e possuem um histórico de altas taxas de inflação possuem baixos *rating* de crédito no presente.

### III - ANÁLISE ESTATÍSTICA E ECONOMETRICA

Este trabalho analisa o período entre 1998 e 2005 com dados anuais dos seguintes países: Argentina, Brasil, Bulgária, Colômbia, Equador, México, Polônia, Rússia e Turquia.

Basicamente iremos utilizar assim como utilizado por Akitoby e Stratman (2006), a seguinte equação:

$$\text{Log}(S_{it}) = \alpha + \beta Z_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde  $S_{it}$  é o spread acima da taxa livre de risco no mercado secundário no país  $i$  no ano  $t$ ,  $\alpha$  é a constante,  $Z_{it}$  é um conjunto de variáveis macroeconômicas, e  $\varepsilon$  é o erro.

A seguir apresentaremos os fundamentos macroeconômicos usados neste trabalho. A pré-seleção das variáveis foi embasada na literatura existente:

Considerada muito importante, a relação dívida/PIB é um indicador para a solvência do país. Quanto menor esse índice melhor será a análise do mercado com relação a esta economia. Essa é uma variável de estoque, sendo assim quanto maior o estoque da dívida, menor é a capacidade de pagamento do principal e juros. Um fato que a regressão não consegue captar é a composição e a maturidade da dívida pública. Neste trabalho analisaremos basicamente o tamanho desta. Os dados foram extraídos a partir de relatórios emitidos pelo FMI, *International Monetary Fund*, chamados *article IV*, conforme apêndice, e evidenciam a dívida líquida do setor público.

A quantidade de reservas em moeda estrangeira em proporção do PIB também é um fator importante e será analisado neste trabalho. Seus dados foram tirados da base de dados do FMI chamada *International Financial Statistics* (IFS). Quanto maior for a

quantidade de reservas acumuladas melhor o país vai reagir a choques externos e isso diminui o risco de default.

Outra variável que se mostra significativa no nosso trabalho é a inflação. Variável que indica eficiência da política monetária e é diretamente relacionada com o EMBI+. Foi retirado do *IFS*, é representada pelo Índice de Preços ao Consumidor que reflete mudanças no custo de adquirir uma cesta fixa de produtos e serviços. A inflação hoje é considerada um indicador importante da estabilidade macroeconômica. Sabemos que a monetização de déficits fiscais acarretam taxas maiores de inflação e está também associada à instabilidade política. Por essas razões que afirmamos que uma inflação maior aumenta o risco-país.

Um índice de estabilidade política também foi usado neste trabalho, tentando assim evidenciar que um ambiente político favorável incentiva o investimento externo e melhora a percepção do mercado financeiro com relação a este país. Esse índice foi retirado do site do Banco Mundial. O indicador, que varia de -2.5 a 2.5 com o maior valor correspondendo ao melhor nível, refletem a qualidade da governância dada por um grande numero de pesquisas em países emergentes pertencentes a grandes institutos e organizações não governamentais. Esses dados estão disponíveis apenas em períodos de dois anos, por isso fizemos uma interpolação linear dessas taxas. Como são dados baseados em pesquisas de opinião, logicamente, estão sujeitos a pequenos erros.

No lado fiscal da economia utilizamos a receita total do governo com relação ao PIB e os gastos totais do governo, também em porcentagem do PIB. Quanto maior a receita, maior o superávit primário implicando teoricamente em um menor risco. O contrário acontece com os gastos, quanto maiores os gastos, maior o risco.

Os dados da receita foram retirados do IFS e correspondem única e exclusivamente ao governo central não considerando assim, empresas públicas e governos estaduais. A variável gastos do governo foi extraída a partir de uma base do Banco Mundial.

Outras variáveis usadas neste trabalho indicam como se apresenta o setor externo de um determinado país. O total das exportações com relação ao PIB também foi utilizado na tentativa de mapear o comportamento do EMBI+. Através deste índice podemos observar o quanto que o país gera de divisas em moeda estrangeira, quanto maior essa relação, teoricamente melhor para o país.

O grau de abertura comercial da economia medido pela soma do total das exportações e importações como porcentagem do PIB também foi utilizado. Na teoria, podemos dizer que quanto maior o fluxo de comércio com o exterior de um determinado país, mais competitivo ele será com relação ao mercado estrangeiro. Os dados foram extraídos da “*Penn World Table*” no período de 1998 e 2004.

Como neste trabalho estamos falando apenas de países emergentes, é essencial estudarmos o efeito da variação do FED Funds de seis meses, taxa de juros americana, no risco-país. A fonte de coleta dessa taxa foi o IFS. Basicamente o que vimos é que uma tendência de aumento nessa taxa reflete em uma saída de capital dos países emergentes para os EUA. O investidor garante um investimento menos arriscado com taxas crescentes. Esse fluxo de saída deprecia a moeda local, aumentando o risco de inflação, diminui o investimento no setor produtivo aumentando assim o spread desses países. Optou-se pela taxa de curto prazo, pois os perfis da dívida da maioria dos países emergentes seguem essa linha. Além disso, um movimento na taxa de juros americana influencia diretamente na capacidade de pagamento dos países endividados em dólares.

Inicialmente foi gerada a regressão apenas relacionando a variável dependente com a dívida total e o consumo do governo, ambos em razão do PIB. Posteriormente as variáveis de controle foram sendo adicionadas.

A tabela 1 contém um resumo das estatísticas descritivas de cada variável usada neste trabalho:

**Tabela 1: Estatísticas descritivas**

Variáveis	Descrição	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
EMBI	Média do EMBI diário	952,80	1206,41	49	5740
Dívida	Dívida total como porcentagem do PIB	0,5496	0,2778	0,1061	1,6420
Reservas	Total de reservas internacionais como porcentagem do PIB	0,1194	0,0683	0,0284	0,3596
Inflação	Taxa anual de inflação	0,1599	0,2067	-0,0117	0,9609
Receita	Total de receita anual do governo central como porcentagem do PIB	0,2071	0,0738	0,1150	0,3790
Gastos	Total dos gastos anual do governo central como porcentagem do PIB	0,1571	0,0361	0,0831	0,2273
Exportação	Total exportado como porcentagem do PIB	0,2282	0,0918	0,0649	0,4388
Política	Índice de estabilidade política	-0,3481	0,7336	-1,9472	0,8385
FED	Taxa de juros americana considerada livre de risco	0,0377	0,019	0,0123	0,0665
Abertura	Índice de abertura da econômica	0,5674	0,2476	0,1702	1,1878

Na tabela acima vimos que a média do EMBI dos nove países analisados é de 952,8 pontos, sendo a Argentina com a maior média em 2002, atingindo cerca de 5740 pontos, e a menor da Polônia com 49 pontos no ano de 2005. A relação dívida / PIB fica em torno de 55% e o total das reservas internacionais atingindo quase 12% sendo que a Rússia chega a atingir o menor nível, 2,84%, em 1998, logo a após a crise de 1997. A inflação média do período ficou na em 15% com o Equador atingindo 96% no ano 2000. A receita média dos governos ficou em 20% do PIB, enquanto que os gastos correntes ficaram em 15% do PIB. O total exportado sobre o PIB fica em torno de 22% e o índice de abertura econômica em 56%. A média do índice que representa a estabilidade política ficou em -0,34. A taxa de juros americana fica em torno de 3,77%, ela mostra uma tendência de queda saindo de 6,65% em 2000, chegando a 1,23% em 2003 e depois volta a subir atingindo 3,76% em 2005.

Tentamos explicar a variável dependente, usando dois diferentes modelos. Na primeira equação geramos um *pooled cross section model* e na segunda usamos uma regressão de painel em que estimamos o *fixed effect model*.

**Tabela 2: Pooled Cross Section**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Gastos	-4,1299 (2,84)	1,2885 (2,35)	1,1857 (2,26)	1,1381 (2,27)	-0,1711 (2,58)	1,6619 (1,99)	2,1400 (2,09)	3,6651 (2,19)	
Dívida	2,1704 (0,37)***	2,3986 (0,29)***	2,2221 (0,29)***	2,2438 (0,29)***	2,2108 (0,29)***	2,2866 (0,21)***	2,338 (0,23)***	2,4113 (0,23)***	2,2077 (0,20)***
Reservas		-7,9623 (1,24)***	-7,453 (1,21)***	-7,4023 (1,22)***	-6,3568 (1,56)***	-4,9588 (1,63)***	-5,4069 (1,93)***	-5,6157 (1,9)***	-5,5530 (1,27)***
Inflação			1,0009 (0,43)**	0,9275 (0,44)**	1,0287 (0,45)**	0,8196 (0,34)**	0,7539 (0,34)**	0,9409 (0,36)**	0,7535 (0,32)**
FED				2,5816 (4,20)	2,0868 (4,22)	-0,1807 (3,20)	-0,1544 (3,24)	-1,317 (3,26)	
Exportação					-1,1682 (1,09)	-0,8737 (0,85)	-1,5444 (1,76)	-2,1774 (1,17)	
Receita						-1,8579 (1,23)	-2,228 (1,54)	-3,7399 (1,78)**	-1,4729 (1,21)
Abertura							0,3574 (0,86)	0,7345 (0,87)	
Política								0,1791 (0,11)	
Constante	5,7151 (0,55)	5,6642 (0,42)	5,5873 (0,41)	5,4974 (0,44)	5,8669 (0,56)	5,9132 (0,46)	5,8719 (0,47)	5,9746 (0,47)	6,0155 (0,2)
R <sup>2</sup> Ajustado	0,40	0,64	0,67	0,66	0,66	0,79	0,79	0,79	0,79
Nº de Obs	61	61	61	61	61	55	52	52	55

Fonte: Cálculo do Autor

Notas: Desvio padrão entre parênteses

\*\*\* - estatisticamente significativa a 1% de confiança

\*\* - estatisticamente significativa a 5% de confiança

Na tabela 6, apresentada acima, foram utilizadas variáveis com 1 grau de defasagem na tentativa de explicar melhor o comportamento do EMBI+, apenas inflação e FED são contemporâneos. São apresentados acima os coeficientes de cada regressão e abaixo o seu desvio padrão. No total foram 9 regressões com o R<sup>2</sup> ajustado variando entre 40% e 79%. Analisando as regressões acima, vimos que à medida que incluímos as variáveis de controle, o R<sup>2</sup> ajustado vai aumentando. A nona regressão foi feita apenas com as variáveis consideradas significativas, no entanto, nesta última, a receita não foi considerada significativa ao nível de 10% de confiança.

A relação dos gastos em porcentagem do PIB se mostrou não significativa estatisticamente. Apesar de estudos demonstrarem que quanto maior o tamanho do governo, quanto mais “inchado”, pior o seu risco, não conseguimos aqui, mostrar matematicamente.

Com relação à variável dívida/PIB, podemos observar que ela mostrou-se estatisticamente significativa ao nível de 1%, com o coeficiente foi positivo, conforme se esperava variando entre 2,17 e 2,4, ou seja, um aumento de 1% no estoque da dívida chega a aumentar o risco-país em pouco mais de 2,5%.

Atualmente, existem pesquisas que semanalmente divulgam a inflação do período vigente e fazem projeções para os anos subsequentes com uma margem grande de acerto e isso entra na precificação dos ativos de risco. Sendo assim, utilizamos na regressão a seguir, a inflação contemporânea, dado o dinamismo da economia atual. Como podemos observar, a inflação se mostrou estatisticamente significativa e de acordo com o seu coeficiente podemos concluir que um aumento neste índice causa também um aumento do risco país, conforme esperado.

A quantidade de reservas internacionais é significativa influencia negativamente o risco, conforme esperado. Quanto maiores forem as reservas, menor será o risco. Podemos dizer que se cria uma espécie de “colchão” contra crises externas e isso melhora a visão dos investidores com relação ao país. O Brasil, por exemplo, é um país que vem aumentando consideravelmente a proporção reservas sobre PIB. Não podemos dizer que existe “nível ótimo” de reservas para cada país, mas certamente o fato de a economia se proteger contra choques externos, reduzindo a probabilidade de sofrer com turbulências internacionais é bastante relevante. Logicamente isso tem um custo, a diferença de remuneração dos ativos.

Um movimento para cima na taxa de juros americana pode gerar uma crise de liquidez mundial, promovendo uma desaceleração da economia mundial e isso, logicamente, afetaria os países emergentes. Este fato pôde ser observado na década de 80 quando, após a 2ª crise do petróleo de 1979. O mundo sofria uma pressão de custos que elevou, na maioria dos países industrializados, as taxas de inflação acima de 10%. Paul Volcker, então presidente do FED, adotou políticas monetárias restritivas, aumentando a taxa de juros interna, causando um longo período de recessão culminando na moratória mexicana, argentina e brasileira em 1982. No entanto, não foi possível demonstrar este resultado nas regressões utilizadas. A variável não pode ser considerada significativa a um nível de 10% de confiança.

Outra variável que se mostrou significativa foi a relação entre receitas sobre o PIB e mostra que um aumento da arrecadação pode ser entendido pelos investidores como sinal positivo para a economia daquele país. As variáveis que indicam a fração do total exportação sobre o PIB, abertura econômica e ambiente político não foram consideradas estatisticamente significativas.

A seguir apresentamos a estimação feita em painel que praticamente corrobora os resultados demonstrados anteriormente:

**Tabela 3: Painel Estimation Fixed Effects**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Gastos	11,575 (7,92)	-9,7385 (9,00)	-2,3436 (6,95)	3,6605 (5,31)	2,7926 (5,4)	4,0584 (5,48)	2,1582 (6,03)	6,3586 (5,65)	
Dívida	1,995 (0,36)***	1,2122 (0,38)***	1,217456 (0,28)***	1,4076 (0,22)***	1,6188 (0,31)***	1,7199 (0,32)***	1,531 (0,36)***	1,2478 (0,34)***	0,9805 (0,21)***
Inflação		2,1323 (0,56)***	1,6838 (0,43)***	1,4824 (0,38)***	1,4136 (0,38)***	1,2385 (0,41)***	1,4722 (0,43)***	1,3364 (0,39)***	1,7081 (0,28)***
Reservas			-10,0373 (1,65)***	-12,0423 (1,71)***	11,0496 (2,02)***	10,2255 (2,13)***	-11,6595 (2,51)***	-13,0948 (2,33)***	-13,4078 (1,68)***
Receita				3,527807 (3,36)	3,0301 (3,41)	3,3538 (3,4)	4,5452 (3,5)	5,5775 (3,21)*	4,47 (3,15)
Exportação					1,64877 (1,78)	-1,7383 (1,77)	-1,1932 (3,22)	-1,0374 (2,91)	
FED						2,9810 (2,54)	1,6910 (2,64)	2,2670 (2,40)	
Abertura							0,3919 (1,38)	0,1711 (1,26)	
Política								-0,6873 (0,23)***	-0,5937 (0,22)***
Constante	3,3304 (1,33)	6,8633 (1,50)	6,9309 (1,14)	5,5087 (1,04)	5,8945 (1,12)	5,4036 (1,19)	5,4178 (1,24)	4,7372 (1,15)	6,0479 (0,55)
R <sup>2</sup> Ajustado	0,70	0,76	0,86	0,91	0,91	0,91	0,91	0,92	0,92
Nº de Obs	61	61	61	55	55	55	52	52	55

Fonte: Cálculo do Autor

Notas: Desvio padrão entre parênteses

\*\*\* - estatisticamente significativa a 1% de confiança

\*\* - estatisticamente significativa a 5% de confiança

\* - estatisticamente significativa a 10% de confiança

Na tabela acima podemos observar que o R<sup>2</sup> ajustado variou entre 70% e a medida que incluímos as variáveis de controle, ele chega a 92% na oitava regressão. A relação dívida PIB mostrou-se significativa novamente a nível de 1% de confiança. O coeficiente variando entre 1,2 e 1,995 mostrando que um aumento de 1% na dívida pode gerar um aumento em torno de 1,5% podendo chegar a 2%. O consumo do governo não pôde ser considerado estatisticamente significativo a um nível de 10%. Inflação e reservas também

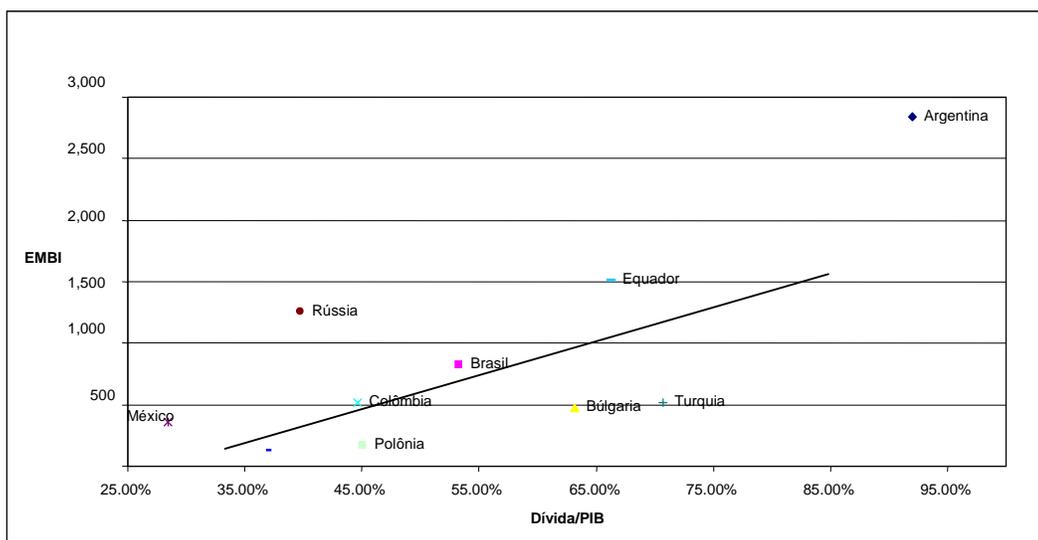
são estatisticamente significativos a 1%. Apenas a receita, significativa a 10%, que apresentou um coeficiente contrário ao encontrado no primeiro modelo.

A variável de estabilidade política apresentou-se estatisticamente significativa ao nível de 1% em que, quanto maior essa estabilidade, menor o risco. Quando um determinado país possui um ambiente econômico com regras claras de regulação e uma estabilidade política em prol do crescimento econômico e do aumento do investimento no setor produtivo, isso melhora a percepção do investidor, reduzindo assim o seu risco.

Após analisarmos as regressões acima, podemos concluir que as variáveis macroeconômicas e o ambiente externo, assim como a estabilidade política de cada país, estão diretamente correlacionadas com o risco. Atualmente, com a facilidade através da informática, da movimentação *on line* dos recursos e com uma maior integração dos mercados, os países estão sujeitos a grandes movimentações de capital dada uma determinada crise externa, por isso os fatores macro devem ser bastante sólidos para que esses movimentos não afetem suas economias.

O gráfico de dispersão abaixo foi construído pela média do EMBI+ de cada país e pela média da relação dívida / PIB.

**FIGURA 1 - Dívida x EMBI**



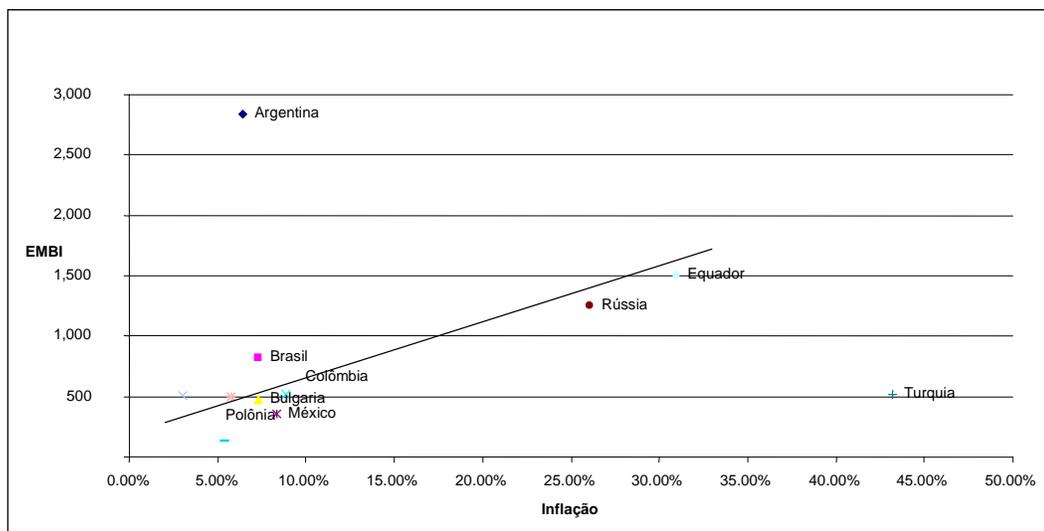
Podemos observar que existe uma relação positiva entre o tamanho da dívida e o risco país. Quanto maior for tamanho da dívida mais difícil para o país cumprir com suas obrigações. Nos países emergentes essa relação de tamanho da dívida com o *spread* fica evidentemente explícita, pois o perfil da dívida desses países é bastante similar, com um risco cambial alto e de curto prazo.

Atualmente o Brasil, por exemplo, vem melhorando, em muito, o perfil da sua dívida aumentando a parcela de financiamento com taxas fixas, alongando o prazo e principalmente diminuindo a exposição cambial.

Alguns países mais desenvolvidos possuem dívidas bem maiores que as apresentadas acima, no entanto o seu perfil é bem melhor com taxas menores de financiamento e com um perfil de longo prazo.

O gráfico a seguir mostra a relação existente entre a inflação e o risco país. Utilizamos a média do risco e a média da inflação de cada país.

**FIGURA 2 - Inflação x EMBI**



Podemos observar que existe uma relação positiva também entre a inflação e o risco, quanto maior a inflação maior o risco. No caso observamos que a maioria dos países possui inflação média entre 5% e 10%. Um país que possui uma inflação controlada reforça a idéia para o investidor que o Banco Central está comprometido com a política monetária e possui certa estabilidade na condução da economia.

A Argentina aparece no gráfico com uma taxa média de inflação de cerca de 6% e um risco país altíssimo. O fato é que durante os anos de 1998 a 2001 a inflação ficou praticamente zerada, chegando a 1% negativa no último ano isso ajudou a abaixar a média do período. No entanto, com o *default* anunciado pelo governo argentino em 2002 a inflação subiu pra 25% em 2002 e seu risco médio chegou a 5740 pontos.

Atualmente, alguns países como o Brasil, adotam o sistema de metas de inflação. Podemos observar que a inflação baixa é uma das prioridades do governo. Isso ajuda a manter o risco país baixo, pois de maneira transparente o Banco Central trabalha para fazer com que sua política seja crível e isso reforça a imagem de uma economia estável e com regras claras de política monetária.

#### IV – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diversos textos têm como objetivo relacionar os fundamentos macroeconômicos com o risco país, Seguindo essa linha, o presente ensaio contribuiu para mostrar a importância destes fundamentos dando ênfase à política fiscal.

O risco país sinaliza o quanto que os países devem remunerar seus títulos acima da taxa livre de risco, *FED Funds*, por isso manter esse spread em patamares baixo ajuda na captação mais barata de recursos estrangeiros, tanto para o governo central, como para o setor privado. O país que atualmente adota políticas que melhoram esses indicadores, ou seja, que não executam medidas populistas e de curto prazo certamente vão conseguir manter o seu risco baixo e isso só lhe trará maiores benefícios com entrada de recursos na economia seja para o consumo seja para o investimento nos setores produtivos.

Podemos dizer, de acordo com a literatura existente e com os cálculos apresentados que, um grupo de variáveis macroeconômicas é determinante na busca de um nível baixo do risco. Manter baixa a relação dívida sobre PIB é extremamente importante para a economia, e externaliza a qualidade de solvência desse país.

Apesar de a variável correspondente ao consumo do governo em relação ao PIB não se mostrar significativo nas regressões acima, podemos dizer, de acordo com estudos anteriores, que essa relação é importante para o investidor na análise de suas aplicações e influência no risco país. A quantidade de reservas também foi considerada estaticamente significativa. Isso reforça a idéia de que quanto maiores as reservas, melhor para a economia e menor o risco, apesar do custo de manter o capital em dólares ser elevado, dada a diferença de taxas de juros.

A taxa de inflação apresentou o sinal positivo, conforme esperado, e também pôde ser considerada estatisticamente significativa a um nível de 5% de confiança. Isso mostra que quanto maior a inflação maior será o risco-país.

Sendo assim podemos concluir que os fundamentos macroeconômicos de um determinado país são extremamente relacionados com o seu próprio risco.

Em futuros estudos questões adicionais poderão ser analisadas com mais profundidade. Primeiramente, analisar o perfil da dívida de cada país e não só o montante dela, analisando o perfil de exposição ao risco que cada país possui. Outra sugestão seria desmembrar os gastos do governo em salários, transferências e gastos com o pagamento da dívida. As receitas também podem ser analisadas separando-as em impostos diretos, indiretos e contribuições.

## V - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, Alberto; PERROTTI, Roberto. Budget Deficits and Budget Institutions. Texto para discussão 5556. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**, 1996

AKITOBAY, Bernardin; STRATMANN Thomas, Fiscal Policy and Financial Markets. Texto para discussão 06/16. Washington: **International Monetary Fund**, 2006

CANTOR, Richard; PARKER, Frank. Determinants and Inputs of Sovereign Credit Ratings, **Economic Policy Review**, v.2, p. 37-53, 1996

CANUTO, Otaviano; SANTOS Pablo. Macroeconomics and Soverign Risk Ratings. Washington: **Word Bank**, 2004

CAVALCANTE Marco. Modelagem macroeconômica para o Brasil. Gestão de Riscos no Brasil. 1ª edição. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003

DEVRAJAN, Shantayanan; ZOU Heng-fu; SWARROP Vinaya. The composition of public expenditure and economic growth: **Journal of Monetary Economics**, v. 37, n.2, p.313-344, 1996

EUN, Cheol S; RESNICK, Bruce G. Internacional Financial Management, 3ª edição. Boston: Irwin/McGraw Hill, 2003.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency Mistantches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it Matters. Texto para discussão 10036. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**, 2003

ENGLE Robert; MCFADDEN Daniel, Handbook of Econometrics – Volume 2 – 1ª edição; Elsevier: North Holland - 1994

GARCIA, Marcio, Juros e Cambio em Queda, *Valor Econômico* - São Paulo 13 abr 2007, Disponível em:  
<<http://valoronline.com.br/valoreconomico/285/primeirocaderno/opinião>> Acesso em 13 abr 2007.

LOUREIRO, André; BARBOSA, Fernando, The Risk Premium on Brazilian Governmanet Debt, 1996-2002. Texto para discussão 485, 2003

MOREIRA, Ájax; ROCHA Kátia; Determinantes do Risco Brasil: Fundamentos e expectativas – Uma abordagem de modelos de Risco de Crédito. Texto para discussão 945. Rio de Janeiro: **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**, 2003

NEVES, Christian, Fatores Determinantes do Risco Brasil – Uma Análise do Período 1995 – 2003. – Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica – Departamento de Administração. Dissertação de mestrado, 2003

REINHART, Carmen; ROGOFF, Kenneth; SAVASTANO, Miguel. Debt Intolerance. Texto para discussão 9908. Cambridge: **National Bureau of Economic Research**, 2003

WOOLDRIGE, Jeffrey. Introdução à Econometria – Uma Abordagem Moderna. 1ª edição; São Paulo: Thomson Learning - 2005

## **VI - SITIOS DE INTERNET E BASE DE DADOS UTILIZADA**

Bloomberg – ECST – Data base

Índice de abertura economia: <<http://pwt,econ,upenn,edu>> - acesso em 15 de abril de 2007.

International Finance Statistics Database - CD Rom - julho 2006

Public Information Notice IMF Concludes Article IV:

<<http://www.imf.org/external/ns/search.aspx?NewQuery=article+iv&col=&submit,x=20&submit,y=7>> acesso em 15 de abril 2007

## VII - ANEXO – BASE DE DADOS

PIB em Milhares de Dólares									
Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	213.99B.ZF	298.948,00	283.523,00	284.204,00	268.697,00	102.150,33	129.623,79	153,187,33	181,662,00
Brasil	223.99B.ZF	788.093,10	538.036,46	601.781,42	507.940,68	460.969,18	505.253,25	602,941,98	797,366,26
Bulgária	918.99B.ZF	12.739,26	12.929,57	12.619,25	13.628,07	15.545,72	19.969,13	24,224,87	26,718,54
Colômbia	233.99B.ZF	98.512,66	86.301,34	83.766,46	81.995,36	81.242,61	79.410,98	96,783,09	122,308,74
Equador	WIR	23.255,14	16.674,50	15.933,67	21.024,09	24.311,00	27.201,00	30,015,20	33,062,00
México	273.99B.CZF	420.826,04	480.619,25	580.519,03	622.022,48	648.358,18	638.686,75	683,241,81	768,288,99
Polônia	WIR	169.580,85	164.481,80	166.560,93	185.787,46	191.447,55	209.541,45	241,591,76	300,533,00
Rússia	922.99BP.ZF	270.815,65	195.906,99	259.710,27	306.601,99	345.470,49	431.515,15	588,906,63	763,719,94
Turquia	186.99B.ZF	200.865,38	184.322,14	197.750,79	145.050,41	183.823,84	239.842,00	301,056,64	363,583,58

Fonte: FMI e WIR 2006

## EMBI

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	EMBIP_ARG CLOSE	601	722	671	1549	5740	5570	5146	2712
Brasil	EMBIP_BRA CLOSE	800	1036	727	890	1369	836	540	399
Bulgária	EMBIP_BLG CLOSE	772	838	728	676	372	228	142	82
Colômbia	EMBIP_CLB CLOSE	n/a	368	668	602	705	510	418	323
Equador	JPSSEMEC Index	1091	2651	2870	1383	1440	1188	790	707
México	EMBIP_MEX CLOSE	577	607	371	367	318	245	190	156
Polônia	JPSSEMPO Index	240	250	254	208	212	99	67	49
Rússia	EMBIP_RUS CLOSE	2493	3977	1341	934	528	315	271	156
Turquia	EMBIP_TRK CLOSE	na	220	487	889	763	629	353	270

Fonte: Bloomberg

## Dívida em percentual do PIB

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	IMF Site Anexo IV	41,40%	47,40%	50,80%	62,20%	164,20%	144,50%	133,90%	n,a
Brasil	IMF Site Anexo IV	42,60%	47,00%	51,10%	55,10%	65,50%	58,70%	54,40%	51,60%
Bulgária	IMF Site Anexo IV	93,00%	84,70%	80,50%	70,00%	56,30%	48,20%	40,70%	31,90%
Colômbia	IMF Site Anexo IV	29,50%	38,20%	42,40%	41,60%	57,00%	53,30%	49,50%	45,80%
Equador	IMF Site Anexo IV	n,a	101,60%	91,40%	70,20%	58,20%	52,60%	46,50%	43,20%
México	IMF Site Anexo IV	41,10%	34,40%	28,30%	26,10%	25,20%	25,90%	24,30%	22,50%
Polônia	IMF Site Anexo IV	42,90%	43,20%	40,00%	41,00%	46,70%	51,60%	50,20%	n,a
Rússia	IMF Site Anexo IV	56,27%	80,65%	55,06%	43,70%	29,81%	24,33%	17,66%	10,61%
Turquia	IMF Site Anexo IV	n,a	61,00%	57,40%	93,30%	77,20%	69,70%	65,70%	n,a

Fonte: FMI

## Reservas internacionais em percentual do PIB

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	213.1D.DZF	8,19%	9,21%	8,59%	5,41%	10,18%	10,14%	11,76%	12,52%
Brasil	223.1D.DZF	5,40%	6,47%	5,40%	7,03%	8,12%	9,72%	8,75%	6,72%
Bulgária	918.1D.DZF	20,48%	21,39%	23,99%	23,83%	28,06%	30,92%	35,96%	29,91%
Colômbia	233.1D.DZF	8,00%	8,67%	10,04%	11,78%	12,54%	12,83%	13,19%	11,61%
Equador	248.1D.DZF	6,86%	9,69%	5,80%	3,88%	2,84%	2,89%	3,29%	5,04%
México	273.1D.DZF	7,48%	6,45%	6,05%	7,14%	7,70%	9,04%	9,19%	9,50%
Polônia	964.1D.DZF	16,05%	15,87%	15,80%	13,54%	14,60%	15,14%	14,30%	13,47%
Rússia	922.1D.DZF	2,88%	4,32%	9,34%	10,61%	12,75%	16,96%	20,51%	23,00%
Turkey	186.1D.DZF	9,68%	12,58%	11,28%	12,91%	14,62%	14,09%	11,79%	13,86%

Fonte: FMI

## Inflação média percentual ao ano

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	213.64.XZF	0,92%	-1,17%	-0,94%	-1,07%	25,87%	13,44%	4,42%	9,64%
Brasil	223.64.XZF	3,20%	4,86%	7,04%	6,84%	8,45%	14,71%	6,60%	6,88%
Bulgária	918.64.XZF	18,67%	2,57%	10,32%	7,36%	5,81%	2,16%	6,35%	5,04%
Colômbia	233.64.XZF	18,68%	10,88%	9,22%	7,97%	6,35%	7,13%	5,90%	5,05%
Equador	248.64.XZF	36,10%	52,24%	96,09%	37,68%	12,48%	7,93%	2,74%	2,41%
México	273.64.XZF	15,93%	16,59%	9,50%	6,36%	5,03%	4,55%	4,69%	3,99%
Polônia	964.64.XZF	11,73%	7,28%	10,06%	5,49%	1,90%	0,79%	3,58%	2,11%
Rússia	922.64.XZF	27,67%	85,74%	20,78%	21,46%	15,79%	13,66%	10,88%	12,68%
Turquia	186.64.XZF	84,64%	64,87%	54,92%	54,40%	44,96%	25,30%	8,60%	8,18%

Fonte: FMI - CPI % CHANGE

Receitas do Governo em percentual do PIB

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	213.81.ZF	14,36%	14,51%	14,93%	14,61%	13,55%	15,23%	16,52%	n,a,
Brasil	223.81.ZF	20,19%	21,66%	21,48%	22,68%	23,91%	23,00%	23,91%	25,13%
Bulgária	918.81.ZF	32,92%	33,69%	34,11%	33,24%	31,64%	34,04%	37,51%	37,90%
Colômbia	233.81.ZF	12,02%	13,29%	13,31%	15,35%	15,46%	15,67%	15,97%	16,30%
Equador	248.81.ZF	14,11%	16,22%	19,18%	18,43%	17,30%	17,51%	18,19%	17,22%
México	273.81.ZF	12,71%	13,50%	14,40%	14,80%	13,98%	15,22%	15,18%	15,52%
Polônia	964.81.ZF	33,37%	30,80%	29,52%	29,45%	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,
Rússia	Bloomberg	11,50%	12,68%	15,43%	17,79%	20,33%	19,53%	20,19%	23,73%
Turquia	186.81.ZF	24,24%	25,57%	28,44%	30,51%	n,a,	n,a,	n,a,	n,a,

Fonte: FMI e Bloomberg

Consumo do Governo (% PIB)

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	NE.CON.GOVT.ZS	12,49%	13,72%	13,78%	14,16%	12,24%	11,44%	11,14%	na
Brasil	NE.CON.GOVT.ZS	19,13%	19,08%	19,06%	19,25%	20,13%	19,90%	18,81%	14,58%
Bulgária	NE.CON.GOVT.ZS	15,34%	16,55%	17,89%	17,42%	18,04%	18,91%	16,87%	16,63%
Colômbia	NE.CON.GOVT.ZS	20,84%	22,73%	21,72%	21,62%	20,67%	19,74%	19,53%	19,33%
Equador	NE.CON.GOVT.ZS	12,28%	12,52%	9,82%	10,04%	10,24%	9,00%	8,31%	na
México	NE.CON.GOVT.ZS	10,39%	11,01%	11,14%	11,76%	12,12%	12,41%	11,85%	11,54%
Polônia	NE.CON.GOVT.ZS	18,25%	18,45%	18,55%	19,00%	19,05%	19,29%	18,85%	18,69%
Rússia	NE.CON.GOVT.ZS	18,73%	14,58%	15,09%	16,44%	17,67%	17,60%	16,47%	16,01%
Turquia	NE.CON.GOVT.ZS	12,70%	15,17%	14,08%	14,24%	13,95%	13,62%	13,19%	13,07%

Fonte: www.worldbank.org

Exportação F.O. B em percentual do PIB

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	213.70.DZF	8,84%	8,22%	9,27%	9,88%	25,11%	22,81%	22,55%	22,04%
Brasil	223.70.DZF	6,49%	8,92%	9,15%	11,46%	13,09%	14,46%	16,00%	14,84%
Bulgária	918.70.DZF	32,93%	30,66%	38,11%	37,53%	36,98%	37,76%	41,00%	43,88%
Colômbia	233.70.DZF	11,05%	13,41%	15,57%	14,99%	14,66%	16,47%	16,76%	17,29%
Equador	248.70.DZF	18,07%	26,69%	30,92%	22,25%	20,74%	22,88%	25,83%	30,55%
México	273.70.DZF	27,91%	28,38%	28,66%	25,49%	24,78%	25,90%	27,67%	27,84%
Polônia	964.70.DZF	16,03%	16,66%	19,00%	19,43%	21,42%	25,55%	30,54%	29,73%
Rússia	922.70.DZF	27,65%	38,62%	40,65%	33,23%	31,06%	31,50%	31,11%	31,89%
Turquia	186.70.DZF	13,43%	14,42%	14,05%	21,60%	18,80%	19,42%	20,49%	19,78%

Fonte: FMI – EXPORTS F.O.B.

Índice de estabilidade política

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	-	0,45	0,46	0,48	-0,08	-0,64	-0,44	-0,24	n,a,
Brasil	-	-0,38	-0,09	0,20	0,15	0,11	-0,01	-0,13	n,a,
Bulgária	-	0,44	0,37	0,30	0,43	0,56	0,34	0,13	n,a,
Colômbia	-	-1,56	-1,65	-1,73	-1,84	-1,95	-1,82	-1,69	n,a,
Equador	-	-0,58	-0,79	-1,01	-0,84	-0,68	-0,76	-0,83	n,a,
México	-	-0,48	-0,29	-0,11	0,07	0,25	0,06	-0,13	n,a,
Polônia	-	0,80	0,82	0,84	0,78	0,73	0,54	0,35	n,a,
Rússia	-	-0,62	-0,61	-0,60	-0,56	-0,52	-0,69	-0,85	n,a,
Turquia	-	-1,10	-1,05	-1,01	-0,83	-0,66	-0,63	-0,60	n,a,

Fonte: [www.worldbank.org/wbi/governance/wp-governance.htm](http://www.worldbank.org/wbi/governance/wp-governance.htm)

Governance Indicators for 1996-2004". World Bank Policy Research Department Working Paper

FED - Taxa de juros americana de 6 meses

País	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EUA	111.60LDEZF	5,56	5,53	6,65	3,73	1,87	1,23	1,79	3,76

Fonte: FMI - 6-MONTH US DEP. LONDON OFFER

Índice de abertura econômica

Países	Tabela	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	-	0,24	0,21	0,23	0,22	0,40	0,39	0,43	n,a
Brasil	-	0,17	0,22	0,23	0,27	0,29	0,29	n,a	n,a
Bulgária	-	0,94	0,95	1,17	1,19	1,13	1,16	1,19	n,a,
Colômbia	-	0,36	0,36	0,41	0,42	0,40	0,44	n,a,	n,a,
Equador	-	0,50	0,56	0,68	0,58	0,55	0,53	0,53	n,a,
México	-	0,64	0,63	0,64	0,57	0,55	0,57	0,62	n,a,
Polônia	-	0,58	0,55	0,62	0,59	0,63	0,71	0,80	n,a,
Rússia	-	0,57	0,69	0,68	0,61	0,60	0,59	n,a,	n,a,
Turquia	-	0,51	0,47	0,54	0,62	0,60	0,58	0,64	n,a,

Fonte: pwt. Econ. Upenn. Edu

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)