

# UM ESTUDO COMPARATIVO DO EFEITO DAS OSCILAÇÕES DO RISCO BRASIL SOBRE O VALOR DOS BANCOS BRASILEIROS

## Resumo:

Este artigo teve como objetivo investigar o efeito das oscilações do Risco Brasil sobre os retornos das ações ordinárias dos quatro maiores bancos brasileiros, em volume de ativos, que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, no período compreendido entre os anos de 2004 e 2006. A pesquisa foi elaborada com base no método indutivo, utilizando-se do levantamento bibliográfico com uso das técnicas de documentação indireta por meio da pesquisa bibliográfica especializada, leitura de periódicos e sites (Internet), ou seja, material de domínio público. O presente estudo torna-se relevante, pois, tendo em vista que o risco país pode ser caracterizado como parâmetro para traduzir a situação econômico-institucional dos países, representando o prêmio pelo risco assumido pela aplicação de recursos em ativos no país. O estudo demonstrou que, de um modo geral, as oscilações do Risco Brasil possuem pouco poder de explicação sobre as variações nos retornos as ações, não livres de risco, dos quatro maiores bancos brasileiros, sugerindo a existência de outros fatores que possuam maior poder de explicação sobre as variações dos retornos das ações dos bancos brasileiros.

Palavras-chave: Risco Brasil, Retorno acionário, Bancos brasileiros.

## 1. Introdução

O aumento do processo de integração do mercado financeiro global nos últimos anos concorreu para um crescimento significativo no volume de recursos aplicados pelos agentes locais em mercados estrangeiros. Segundo Chan, Karolyi e Stulz (1992, p.132), “o processo de integração de mercados pôde ser observado já em meados dos anos 70 nos Estados Unidos, quando o mercado de capitais norte-americano passou a dar sinais de crescente integração internacional com outros mercados” (tradução livre). Sendo assim, os países dos quais se originam os investidores globais passaram a ter suas condições econômicas e institucionais monitoradas e analisadas. Um exemplo da necessidade dessa monitoração são as bolsas de valores que, enquanto no passado tinham seus índices divulgados após o fechamento das operações, atualmente têm seu desempenho divulgado em *real time* e, em alguns casos, com conseqüências simultâneas em vários mercados, como em 27 de fevereiro de 2007, quando a Bolsa de Xangai na China teve queda de quase 9%, provocando uma baixa generalizada nos mercados da Ásia, Europa e América. Esse fenômeno, segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2002), é conseqüência da globalização financeira, aumentando a repercussão de instabilidades em um dado mercado, denominado efeito-contágio e é considerado o principal desencadeador de crises financeiras globais, visto que incita a volatilidade nos preços dos ativos.

Com a abertura econômica do mercado brasileiro, iniciada em meados da década de 90, tanto por meio de privatizações como pela criação de um mercado de capitais atrativo ao capital estrangeiro, o Brasil transformou-se em destacado receptáculo de capital dos investidores estrangeiros. Nas operações diárias dos mercados, uma variável despontou com uma das mais relevantes, sobretudo nos países emergentes: o Risco País. Esse indicador está intrinsecamente ligado aos títulos de curto e longo prazo dos governos, possibilitando, para o mercado, o estabelecimento de um *default* de um país em relação a seus papéis.

Por sua vez, os bancos no Brasil apresentam em sua carteira de investimentos papéis da dívida pública brasileira, pois por anos configurou-se como um investimento de alta atratividade, devido a sua remuneração elevada atrelada à alta taxa básica de juros (SELIC) praticada no país e riscos diminutos.

Entretanto, a economia brasileira, desde 2003, quando a taxa SELIC atingiu 26,50% e Risco Brasil em torno de 950 pontos, vem gradativamente diminuindo a taxa que remunera os títulos públicos brasileiros, que atualmente é de 13%, acompanhando a queda do Risco Brasil, atualmente em torno de 190 pontos. Os bancos no Brasil, que por muito tempo utilizaram os títulos públicos como fonte maior de receitas, atualmente, se vêem obrigados a diversificar seus ativos em outros tipos de investimentos. Diante desse contexto, descortina-se o seguinte questionamento: *Estaria o retorno das ações de instituições do setor financeiro sendo influenciado pela oscilação do risco país?*

Tomou-se como objetivo precípua dessa pesquisa correlacionar e analisar o retorno das ações de instituições do setor financeiro e a oscilação do Risco Brasil. O presente estudo torna-se relevante, pois, tendo em vista que o risco país pode ser caracterizado como parâmetro para traduzir a situação econômico-institucional dos países, representando o prêmio pelo risco assumido pela aplicação de recursos em ativos no país. Assim, torna-se também relevante analisar como sua oscilação incidiria no retorno das ações de instituições do setor financeiro, visto que as mesmas têm em sua carteira de investimentos títulos da dívida pública brasileira, que são remunerados pela taxa básica de juros, que é levada em consideração no cálculo do risco país.

Para atender o objetivo desse estudo e subsidiar a correlação entre as variáveis estipuladas, foi construída a seguinte hipótese: *Quanto maior o Risco Brasil, menor o retorno das ações das instituições financeiras brasileiras.*

## 2. Marcos Teóricos

### 2.1. Contextualização Histórica

No início dos anos oitenta, houve na América Latina uma brusca reversão na trajetória de crescimento, seguida pela economia brasileira, que concorreu para uma grave crise econômica, que perduraria por toda a década. A crescente espiral inflacionária vivida na maior parte dos países, só foi parcialmente interrompida em períodos de congelamentos de preços, através dos chamados choques econômicos heterodoxos, para logo a seguir voltar de uma forma geral a níveis iguais ou superiores aos anteriormente estabelecidos.

Analisando os dados do quadro 01, pode-se constatar a profundidade da crise que a América Latina mergulhara. A renda por habitante reduziu no período de 1980-1989 em 8,3% e em contra-partida a inflação de um salto de mais de 1100%.

Quadro 01 – Evidenciação econômica da crise na América Latina na década de 1980

Variações Percentuais %	1980	1985	1989
Crescimento do PIB (índice)	100,00	103,5	113,10
Crescimento do PIB <i>per-capita</i> (índice)	100,00	92,20	91,70
Investimento/PIB	24,20	16,30	16,20
Inflação	54,90	274,70	1.157,60
Dívida/Exportações	2,10	3,50	3,20

Fonte: Bresser, L.C. **A Crise do Estado**: Ensaio sobre a crise brasileira.

O processo inflacionário pelo o qual o Brasil estava passando acarretou em uma indexação de preços, salários e contratos. Para os bancos esse cenário era favorável, o que pode explicar a expansão do número de instituições financeiras nas décadas de 50 até 80, evidenciado no quadro 02 abaixo:

Quadro 02 – Bancos em Funcionamento em 31/12/1988

Ano de Início	Por Tipo e Ano de Início de Funcionamento			
	BC	BC-CE	BC-PBL	Total
<b>1900 a 1950</b>	40	8	11	60
<b>1951 a 1980</b>	3	9	15	27
<b>1981 a 1988</b>	6	8	1	15
<b>Total</b>	49	26	29	102

Fonte: Banco Central do Brasil (2006)

Analisando-se os dados do quadro 02, acima, pode-se corroborar a afirmação de Bresser (1992), que descreveu o cenário bancário brasileiro até 1950 como incipiente e inexpressivo. Nota-se que desde 1900 até 1950, havia 60 bancos, sendo 40 comerciais (BC), 09 com o controle estrangeiro (BC-CE), e 11 públicos (BC-PBL). Entre os anos de 1950 e 1980, consoante com os dados do referido quadro, houve um sensível aumento no número de instituições financeiras que operam no País, especialmente as de capital estrangeiro (BC-CE) e bancos públicos (BC-PBL). Entre os anos de 1981 e 1988, observa-se o surgimento de quinze novos bancos, sendo a maioria de capital estrangeiro. Concluindo, nota-se um aumento de mais de 70% no quantitativo de instituições financeiras operando no Brasil.

A década de 80, além de caracterizada por ínfimas taxas de crescimento do Produto Interno bruto (PIB), é marcada pela crise fiscal, acentuação da inflação e pela redemocratização do país. Estes elementos, todavia, têm diferentes repercussões sobre os bancos privados e públicos: embora ambos continuem a expandirem-se, os bancos estaduais públicos começam a ser utilizados como instrumentos de financiamento dos déficits orçamentários, especialmente após o início do processo de redemocratização marcado pelas eleições estaduais de 1982. (BAER; NAZMI, 2000).

O panorama favorável aos bancos altera-se em julho de 1994, quando os bancos aumentam fortemente a oferta de crédito para compensar a perda das receitas propiciadas pela alta inflação. De acordo com Barros e Almeida Jr. (1997), uma das alternativas encontradas pelo sistema bancário para compensar a perda da receita inflacionária foi expandir as operações de crédito, entretanto, sem os devidos cuidados quanto à capacidade de pagamento dos novos e antigos devedores, deixando em um período curto, as instituições financeiras menos sólidas, em um estado de vulnerabilidade.

As receitas inflacionárias dos bancos têm origem nos recursos de obrigações não remuneradas (depósitos à vista e valores em trânsito, por conta de transferências, cobrança de títulos e recolhimento de impostos). Excluída a parcela recolhida compulsoriamente sem remuneração ao Banco Central, esses recursos podem ser aplicados pelos bancos, em crédito ou títulos, a taxas de juros que incluem a inflação esperada. Segundo o IBGE (1997), as receitas inflacionárias dos bancos do Brasil caíram da média de 4% do PIB entre 1990 e 1993 para 2% do PIB em 1994 e zero em 1995.

## 2.2. O Risco País e sua Influência no Valor da Empresa

O uso de valores de Risco País no cálculo de custo de capital próprio atesta sua relevante influência no processo de decisão de investimento. Pode-se afirmar, portanto, que o risco país entra no cálculo do custo de capital da empresa através do custo de capital próprio

O custo de capital próprio, por sua vez, é utilizado para o cálculo do custo de capital da empresa, denominado de custo médio ponderado de capital. Como o custo médio ponderado de capital é utilizado como taxa de desconto para mensuração do valor da companhia pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, a variação no custo de capital próprio afeta o valor de mercado da companhia.

Na óptica de Gimenes e Famá (2003), o risco país tem o objetivo de mensurar a desconfiança dos investidores no que concerne ao cumprimento ou não de seu reembolso na data de vencimento dos títulos de um determinado governo.

Os investidores, de posse das informações sobre o valor de mercado das empresas, levam em consideração essa informação, pois estão intrinsecamente ligados o sucesso corporativo e o valor que o mercado auferir à companhia, e conseqüentemente, ao pagamento de dividendos, incluindo as companhias do setor financeiro. Corroborando, Nogueira (1999) afirma que a determinação do valor de uma empresa é extremamente útil e quesito fundamental para a gestão de carteiras de investimento, além de *feedback* para gestores e proprietários de empresas, sob o ponto de vista de eficiência na gestão dos negócios.

No que concerne à exposição da companhia ao risco país, infere Damodaran (2003) que empresas sediadas em mercados emergentes não são igualmente expostas às oscilações do risco país, devido a suas condições internas e a seu relacionamento comercial com países desenvolvidos.

Existem diversas maneiras de se mensurar o Risco País, entretanto, adotou-se aquele que melhor atendesse às necessidades e conveniências da pesquisa. Além disso, procurou-se adotar uma medida de livre acesso aos investidores internacionais, de modo que fosse a que possivelmente adotada pelos mesmos. A medida de risco utilizada, portanto, foi a parcela de Risco Brasil do índice EMBI+ do JP Morgan, que considera um conjunto de títulos da dívida externa de países emergentes, conforme classificação do Banco Mundial, informando qual o *spread* dos títulos internacionais desses países em relação aos títulos do tesouro norte-americano, considerados pelo mercado como títulos de risco país igual a zero.

## 2.3. A influência da mensuração do Risco País na Taxa de Juros

Segundo Cruces, Buscaglia e Alonso (2002), projetos de investimento em mercados emergentes são percebidos, geralmente, como mais arriscados do que projetos similares em países desenvolvidos. Entre os riscos adicionais, pode-se incluir desordem civil, instabilidade institucional, expropriações, e corrupção difundida.

Os mercados emergentes também são mais voláteis que as economias dos países desenvolvidos: seus ciclos de negócios são mais intensos e a inflação e os riscos cambiais mais altos. Corroborando com o que foi citado, afirmam Neumeyer e Perri (2001) que um rendimento pode ser na Argentina, Brasil, Coréia do Sul, México e Filipinas ao menos, duas vezes maior, do que esse mesmo rendimento no Canadá, devido à volatilidade dos mercados.

De acordo com Toledo (2002), deve-se enfatizar que, a despeito do que é equivocadamente passado ao senso comum, o risco-país não é uma taxa de risco, mas um *spread*. Ele pode ser definido e calculado pela diferença entre duas taxas de juros: a do país, e

a dos títulos do governo americano (ambos na mesma moeda), usada como taxa-padrão. Para o Brasil, o risco é definido, basicamente, através da diferença entre a remuneração oferecida pelo C-Bond (*Capitalization Bond*) que é o título brasileiro mais negociado no exterior, e a remuneração proporcionada pelo T-Bond (*Treasury Bonds*), os títulos norte-americanos, que são considerados de maior estabilidade e risco zero.

O Risco Brasil serve como um indicador para a aquisição de títulos brasileiros, públicos e privados, no exterior e para o influxo de capitais estrangeiros no país; no último caso, os investidores internacionais fazem aplicações diretas no país se a rentabilidade oferecida pelos títulos denominados em moeda nacional, descontado o câmbio esperado, for mais alta do que a oferecida pelo C-Bond, que não têm risco cambial.

A relação da taxa de juros praticadas no país com o seu risco é bem próxima, pois, uma elevada taxa de juros irá aumentar o preço de se captar recursos no mercado, obrigando os investidores, ao invés de investir em empreendimentos e/ou investimentos com moderado risco, a investir em títulos que estão proporcionando rendimentos igualmente atrativos com um risco não tão elevado. Os juros altos atraem para o país os investidores internacionais e, como a captação de dinheiro está mais cara, a quantidade de dinheiro que circula na economia diminui, conseqüentemente não despertando um processo inflacionário. Em um cenário de inflação baixa e taxa de juros alta evidencia-se o comprometimento de políticas públicas ortodoxas, que visam a um desenvolvimento gradativo de longo prazo, portanto, diminuindo os riscos inerentes a esse país.

Os bancos, ao gerirem o dinheiro de seus clientes, não podem por sua conta investir em operações de mercado que sejam arriscadas, portanto, optam pelos títulos da dívida pública, que remuneram mais quando a taxa básica de juros está altamente, conseqüentemente aumentando o lucro dos bancos.

### **3. Procedimento Metodológico**

O procedimento metodológico utilizado foi o indutivo, com uso das técnicas de documentação indireta por meio da pesquisa bibliográfica especializada, periódicos e *sites* (Internet). De acordo com Prestes (2003, p. 31) método indutivo é: “aquele em que se utiliza a indução, processo mental em que, partindo-se de dados particulares, devidamente constatados, pode-se inferir uma verdade geral não contida nas partes examinadas”.

Foram consideradas para estudo as quatro maiores instituições bancárias em volume de ativos no Brasil, listadas no site da Federação Brasileira de Bancos - FEBRABAN ([www.febraban.org.br](http://www.febraban.org.br)), a saber: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Unibanco, além da IBOVESPA. O período considerado para pesquisa compreende os anos de 2004 a 2006.

Para Yin (2005), um estudo de caso é uma pesquisa empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos e no qual, múltiplos recursos de evidências são utilizados. O referido autor (2005) pondera que as evidências resultantes de casos múltiplos são consideradas mais convincentes, e o estudo global é visto, por conseguinte, como algo mais robusto.

O estudo compreendeu as seguintes etapas:

- a) obtenção dos dados referentes aos retornos trimestrais, não livres de risco, das ações ordinárias das quatro instituições financeiras selecionadas para estudo, mais

a IBOVESPA, listadas no *site* Economática ([www.economatica.com](http://www.economatica.com)), no período de 2004 a 2006.

- b) Coleta dos dados referentes ao Risco Brasil, tendo sido considerado o índice EMBI+ do JP Morgan, que considera um conjunto de títulos da dívida externa de países emergentes, segundo classificação do Banco Mundial, informando o *spread* dos títulos internacionais desses países em relação aos títulos do tesouro norte-americano – tidos como títulos de risco país igual a zero.
- c) Análise dos dados obtidos, com análise de regressão.

A partir dos resultados obtidos no estudo multicasos, será possível inferir-se sobre a influência do Risco Brasil no retorno das ações do setor financeiro do Brasil.

#### 4. Análise dos Dados

A hipótese foi testada por meio do uso da regressão linear, com o auxílio da ferramenta estatística Excel. Para efeitos do cálculo da regressão linear, o Risco Brasil foi considerado a variável independente que vai explicar a variação dos retornos das ações, a variável dependente ou explicada.

A análise procedeu-se em três etapas. Primeiro foi investigada a relação existente entre a variação do risco Brasil e os retornos medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros, a saber: Bradesco, Itaú e Unibanco.

Foi escolhida a mediana porque é a grandeza geralmente utilizada pelo mercado na análise através de índices. Conforme preceitua Matarazzo (1998), o papel da mediana é possibilitar a comparação de um elemento do universo com os demais, a fim de se conhecer a sua posição relativa, na ordem de grandeza do universo.

O quadro 03 abaixo mostra as variações percentuais do risco Brasil, bem como as variações dos retornos medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros, a cada trimestre do período considerado para estudo:

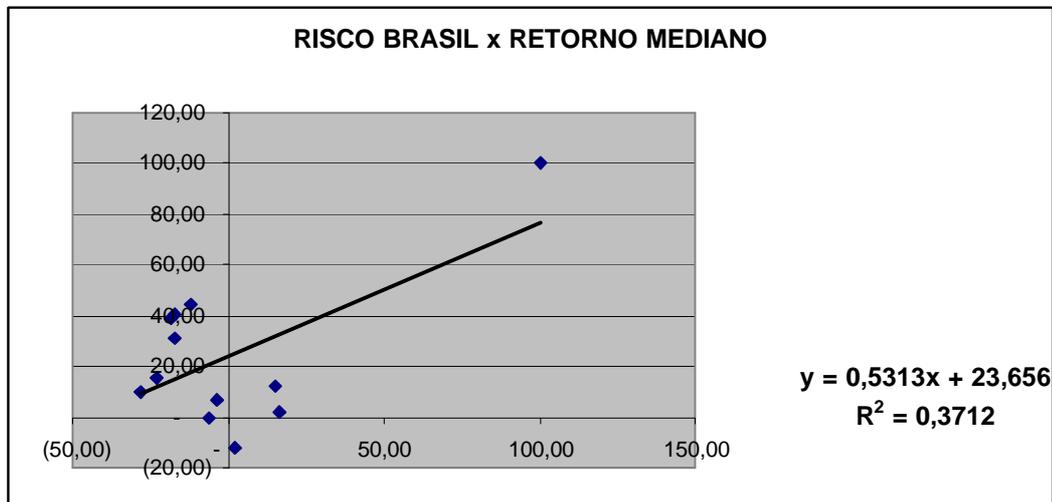
Quadro 03: Risco Brasil e retorno mediano das ações

TRIMESTRE	RISCO BRASIL	MEDIANA
1T.2004	100,00	100,00
2T.2004	16,28	2,20
3T.2004	(27,85)	10,20
4T.2004	(18,55)	39,00
1T.2005	15,45	12,50
2T.2005	(6,12)	(0,60)
3T.2005	(16,91)	30,90
4T.2005	(11,92)	44,50
1T.2006	(22,77)	15,10
2T.2006	2,56	(12,10)
3T.2006	(3,33)	7,10
4T.2006	(16,81)	40,40

Fonte: Elaboração própria

A partir da análise de regressão dos dados acima, como pode ser visto no gráfico 01, a seguir, constatou-se que inexistiu uma relação linear entre a variação do Risco Brasil e os retornos medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros.

Gráfico 01: Risco Brasil x retorno mediano das ações dos bancos privados



Fonte: Elaboração própria

Constata-se, pelo valor do  $R^2$ , o pouco poder explicativo da variável Risco Brasil, sobre a variação dos retornos das ações dos bancos privados brasileiros, uma vez que apenas 37% das variações nos retornos das ações são explicadas pela variação percentual do Risco Brasil. Procedendo-se à análise de regressão, obteve-se um  $R^2$  ajustado da ordem de 15,7%, confirmando o pouco poder de explicação das variações do Risco Brasil sobre as variações dos retornos medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros. O  $p$ -valor igual a 0,125, portanto superior a 5%, também sugere a inexistência de um relacionamento significativo entre as duas variáveis.

O achado também não confirma a hipótese levantada, de que quanto maior o risco, menor os retornos das ações, para o caso dos três maiores bancos privados brasileiros, uma vez que o coeficiente angular da reta é positivo, sugerindo uma correlação positiva entre o risco Brasil e o retorno das ações, não livres de risco, dos três maiores bancos privados brasileiros.

A segunda etapa da análise consistiu em investigar a relação existente entre a variação do risco Brasil e os retornos das ações do Banco do Brasil, o maior banco brasileiro e volume de ativos, segundo dados coletados no *site* da FEBRABAN. Analisou-se o Banco do Brasil isoladamente por tratar-se de uma instituição brasileira de economia mista, cujo controle acionário pertence ao Governo Federal. Por ser uma empresa controlada pelo Governo Federal, infere-se que os retornos das suas ações sejam mais influenciados pelas oscilações do risco Brasil do que as instituições financeiras totalmente privadas.

O quadro 04, a seguir, mostra as variações percentuais do risco Brasil, bem como as variações dos retornos das ações do Banco do Brasil, a cada trimestre do período considerado para estudo:

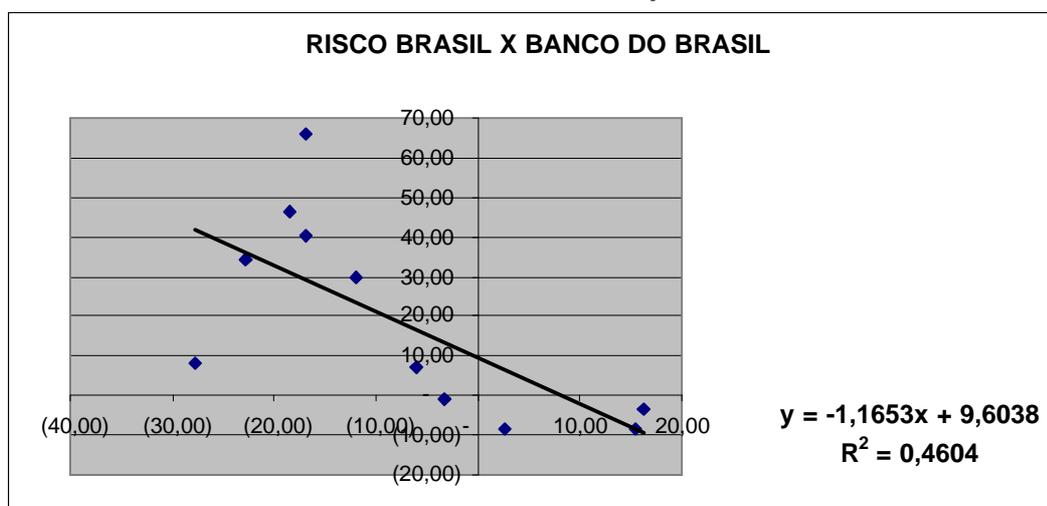
Quadro 04: Risco Brasil e retorno das ações do Banco do Brasil

TRIMESTRE	RISCO BRASIL	BANCO DO BRASIL
1T.2004	100,00	100,00
2T.2004	16,28	(3,40)
3T.2004	(27,85)	8,19
4T.2004	(18,55)	46,49
1T.2005	15,45	(8,20)
2T.2005	(6,12)	6,90
3T.2005	(16,91)	40,30
4T.2005	(11,92)	29,80
1T.2006	(22,77)	34,10
2T.2006	2,56	(8,40)
3T.2006	(3,33)	(1,10)
4T.2006	(16,81)	65,80

Fonte: Elaboração própria

A partir da análise de regressão dos dados acima evidenciados, constatou-se não ser uma relação linear, a mais adequada para representar a relação entre a variação do Risco Brasil e os retornos das ações do Banco do Brasil, como pode ser observado no gráfico 02, abaixo:

Gráfico 02: Risco Brasil x retornos das ações do Banco do Brasil



Fonte: Elaboração própria

Constata-se, pelo valor do  $R^2$ , o pouco poder explicativo da variável Risco Brasil, sobre a variação dos retornos das ações do Banco do Brasil, uma vez que apenas 46% das variações nos retornos das ações são explicadas pela variação percentual do Risco Brasil. Procedendo-se à análise de regressão, obteve-se um  $R^2$  ajustado da ordem de 40,0%, confirmando o pouco poder de explicação das variações do Risco Brasil sobre as variações dos retornos das ações do Banco do Brasil. Por outro lado, o  $p$ -valor igual a 0,022, portanto inferior a 5%, sugere a existência de um relacionamento significativo entre as duas variáveis.

Os resultados encontrados confirmam que os retornos das ações do Banco do Brasil estão mais sujeitos à influência das oscilações do Risco Brasil do que os bancos privados selecionados para estudo. O achado também confirma a hipótese levantada, de que quanto maior o risco menor os retornos das ações, para o caso do Banco do Brasil, uma vez que

coeficiente angular da reta é negativo, sugerindo uma correlação negativa entre o risco Brasil e o retorno das ações, não livres de risco, do Banco do Brasil.

A terceira e última etapa da análise consistiu em investigar a relação existente entre a variação do risco Brasil e os retornos das ações listadas na IBOVESPA. Espera-se que os retornos das ações listadas na IBOVESPA ocupem uma posição intermediária no que se refere à influência das oscilações do Risco Brasil, uma vez que a IBOVESPA congrega todas as empresas abertas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, sejam elas privadas ou de economia mista.

O quadro 05, a seguir, mostra as variações percentuais do Risco Brasil, bem como as variações dos retornos das ações listadas na IBOVESPA, a cada trimestre do período considerado para estudo:

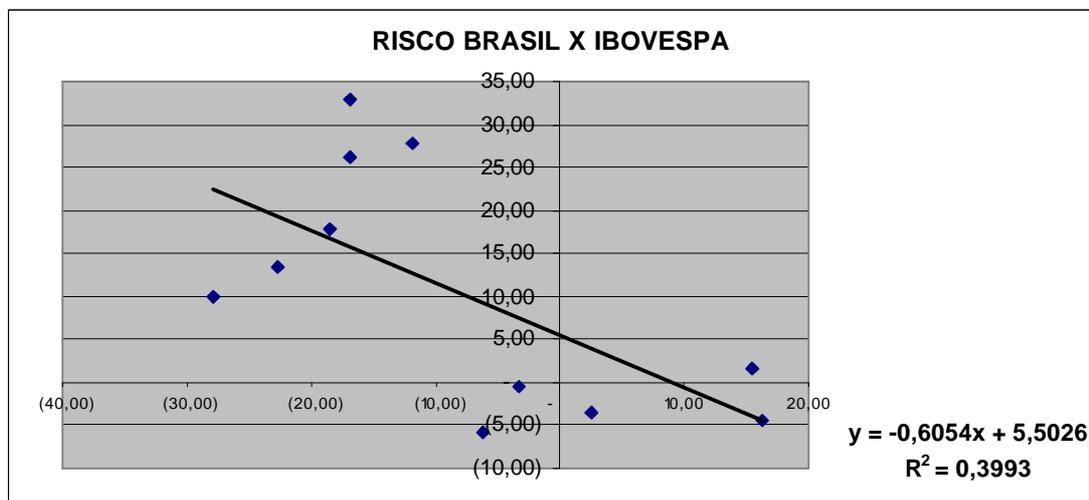
Quadro 05: Risco Brasil e retorno das ações IBOVESPA

TRIMESTRE	RISCO BRASIL	IBOVESPA
1T.2004	100,00	100,00
2T.2004	16,28	(4,50)
3T.2004	(27,85)	9,90
4T.2004	(18,55)	17,80
1T.2005	15,45	1,60
2T.2005	(6,12)	(5,90)
3T.2005	(16,91)	26,10
4T.2005	(11,92)	27,70
1T.2006	(22,77)	13,40
2T.2006	2,56	(3,50)
3T.2006	(3,33)	(0,50)
4T.2006	(16,81)	32,90

Fonte: Elaboração própria

A partir da análise de regressão dos dados evidenciados no quadro 05, acima, constatou-se inexistir relação linear adequada para representar a relação entre a variação do Risco Brasil e os retornos das ações listadas na IBOVESPA, como pode ser observado no gráfico 03, a seguir:

Gráfico 03: Risco Brasil x retorno das ações listadas na IBOVESPA



Fonte: Elaboração própria

Constata-se, pelo valor do  $R^2$ , o pouco poder explicativo da variável Risco Brasil, sobre a variação dos retornos das ações listadas na IBOVESPA, uma vez que apenas cerca de 40% das variações nos retornos das ações são explicadas pela variação percentual do Risco Brasil. Procedendo-se à análise de regressão, obteve-se um  $R^2$  ajustado da ordem de 33,5%, confirmando o pouco poder de explicação das variações do Risco Brasil sobre as variações dos retornos das ações listadas na IBOVESPA. Por outro lado, o  $p$ -valor igual a 0,037, portanto inferior a 5%, sugere a existência de um relacionamento significativo entre as duas variáveis.

Pelos resultados obtidos, confirma-se que os retornos das ações listadas na IBOVESPA ocupam uma posição intermediária no que se refere à influência das oscilações do Risco Brasil, sendo menos influenciados que os retornos das ações do Banco do Brasil e mais influenciados do que os retornos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros. O achado também confirma a hipótese levantada, de que quanto maior o risco menor os retornos das ações, para o caso das ações listadas na IBOVESPA, uma vez que coeficiente angular da reta é negativo, sugerindo uma correlação negativa entre o Risco Brasil e o retorno das ações, não livres de risco, listadas na IBOVESPA.

## 5. Conclusão

Este trabalho de pesquisa teve como objetivo investigar o efeito das oscilações do Risco Brasil sobre os retornos das ações ordinárias dos quatro maiores bancos brasileiros, em volume de ativos, que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores.

Procedendo-se à análise dos dados, a pesquisa conclui que, de um modo geral, as oscilações do Risco Brasil possuem pouco poder de explicação sobre as variações nos retornos das ações, não livres de risco, dos quatro maiores bancos brasileiros que possuem capital aberto, ou seja, possuem ações negociadas na Bolsa de Valores.

Por ser uma empresa de economia mista, com o controle acionário exercido pelo Governo Federal, optou-se por analisar isoladamente os retornos das ações do Banco do Brasil, o maior banco brasileiro em volume de ativos, e confrontar os resultados obtidos com os retornos medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros, bem como com a IBOVESPA.

O estudo concluiu que, no que se refere ao retorno medianos das ações dos três maiores bancos privados brasileiros, as variações do Risco Brasil, no período considerado, possuem pouco poder de explicação.

No que se refere à influência as oscilações do Risco Brasil sobre os retornos das ações do Banco do Brasil, no período de 2004 a 2006, observou-se que, embora as oscilações do Risco Brasil influenciem um pouco mais os retornos das ações do Banco do Brasil, seu poder de explicação ainda é relativamente pouco, ainda que tenha se encontrado uma relacionamento significativo entre as variáveis ( $p$ -valor = 0,022).

A análise da influência do Risco Brasil sobre os retornos das ações listadas na IBOVESPA de um modo geral mostrou também o pouco poder de explicação das variações do Risco Brasil sobre os retornos das ações listadas na IBOVESPA, ocupando uma posição intermediária entre os três maiores bancos privados e o Banco do Brasil. Desta forma, pelos dados analisados, no período considerado, infere-se que existam outros fatores que possuem maior poder de explicação sobre as variações dos retornos das ações das empresas brasileiras, mais especificamente os quatro maiores bancos do Brasil.

Uma limitação do estudo foi o período considerado relativamente curto, de três anos. Sugere-se, para pesquisas futuras, aumentar o período estudado, o número de instituições pesquisadas, bem como considerar os retornos das ações livres de risco.

## 6. Referências

BAER, W., NAZMI, N. Privatization and restructuring of banks in Brazil. **The quarterly review of economics and finance**. V.40, p.03-24, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Brasileiros após a Resolução 1524, de 21.09.88. **Relatório**. Disponível em: <http://www.bcb.com.br> Acesso em: 10 dez. 2006

BARROS, J. R.M.de, ALMEIDA Jr., M.F. Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil. **Política comparada**, Brasília, v.1, n.2, maio/ago. p. 89-132, 1997.

BRESSER, L.C.P. **A crise do estado**: Ensaio sobre a crise brasileira. São Paulo: Editora Nobel, 1992.

CHAN, K.C., KAROLYI, G.A. e STULZ, R.M. Global Financial Markets and the Risk Premium on US Equity. **Journal of financial economics**, v. 32, p.132-167, 1992.

DAMODARAN, A. Country Risk and Company Exposure: Theory and Practice. **Journal of applied finance**. p. 63-76, Fall/Winter, 2003.

GIMENES, C.M e FAMÁ, R. A correlação entre o Risco País e índices de Bolsas da América Latina: um estudo exploratório. **Caderno de pesquisas em administração**, São Paulo, v.10, n.2, p.39-50, abril/junho 2003.

GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M. A.S.de; TONETO JR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 4ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema financeiro**: uma análise a partir das contas nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 1997.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

NOGUEIRA, A. de A. **Metodologias para determinação do valor das empresas**: uma aplicação ao setor têxtil. 1999. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de São Paulo.

PRESTES, M.L.de M. **A pesquisa e a construção do conhecimento científico**: do planejamento aos textos, da escola à academia. 2ª ed. São Paulo: Rêspel, 2003.

TOLEDO, J.E.C. de. Risco Brasil: O Efeito-Lula e os Efeitos-Banco Central. **Revista de economia política**. v. 22, p.138-145, 2002.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e Métodos**. Trad. Daniel Grassi. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.