

Não há bolha nas bolsas

Por Martin Wolf

Valor Econômico, 16/12/2020

A grande questão é saber se os juros reais voltarão ao ‘normal, e quando

Será que as bolsas, principalmente o mercado de capitais americano, passam por uma bolha prestes a estourar? A resposta depende das perspectivas dos lucros das empresas e das taxas de juros. Se os primeiros forem sólidos e as últimas, ultrabaixas, os preços das ações parecem razoáveis.

A medida mais conhecida de valor do mercado - “a relação preço-lucro ciclicamente corrigida” do prêmio Nobel Robert Shiller, de Yale - está, de fato, dando o sinal de alerta. Pode-se inverter essa métrica, de modo a mostrar o rendimento: no índice Composto S&P, ele é de apenas 3% atualmente. Os únicos anos desde 1880 em que ele esteve ainda mais baixo foram 1929 e 1999-2000. Todos sabemos o que aconteceu então.

Outro preço também está excepcionalmente baixo se comparado aos níveis passados: as taxas de juros. A taxa de juros nominais de curto prazo está próxima de zero nos EUA e em outras economias de alta renda. As taxas de juros reais de curto prazo dos EUA são de cerca de -1%. Os retornos reais sobre títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos protegidos da inflação são de -1%. No Reino Unido, os rendimentos pagos por papéis semelhantes são de cerca de -3%.

Os retornos desejáveis das ações deveriam ser relacionados aos retornos desses ativos supostamente seguros. Essa relação é conhecida como “prêmio de risco das ações”, que é o retorno excedente procurado nas ações em relação aos retornos previstos dos títulos do governo. Esse prêmio não pode ser medido diretamente porque existe apenas na cabeça dos investidores. Mas pode ser inferido a partir da experiência passada, como foi explicado em estudo de 2015 de Fernando Duarte e Carlo Rosa para a regional de Nova York do Federal Reserve.

Mais recentemente, no Anuário de 2020 de Retornos sobre Investimentos Globais do Credit Suisse, Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, da London Business School, estimaram o retorno excedente das ações mundiais em relação aos bônus em 3,2 pontos percentuais entre 1900 e 2020. Para o Reino Unido, esse excedente é calculado em 3,6 pontos percentuais; para os EUA, em 4,4 pontos percentuais.

Será que esses retornos excedentes correspondem ao que as pessoas previam inicialmente? Não sabemos. Mas são um ponto de partida. Pode ser que o prêmio exigido atualmente seja mais baixo do que o procurado por boa parte dos últimos 120 anos. A contabilidade corporativa melhorou muito. O mesmo ocorreu com a estabilidade macroeconômica - pelo menos pelos padrões desprezíveis da primeira metade do século 20. Além disso, a capacidade de manter carteiras diversificadas é muito maior agora. Essas mudanças sugerem que o prêmio de risco, muitas vezes tido como exageradamente elevado, deveria ter caído.

O estudo do Credit Suisse estima os retornos reais agregados de ações e bônus em 23 mercados, ponderados pela capitalização de mercado, no início de cada ano. Mostra, de modo interessante, que o retorno excedente das ações desde 1970 foi muito baixo e,

desde 1990, negativo. Mas isso ocorre devido aos retornos reais muito elevados sobre os bônus, em vista do colapso da inflação e das taxas de juros reais. Para o futuro, o estudo estima um retorno excedente esperado das ações em 3,3 pontos percentuais. É o equivalente à média histórica de longo prazo.

Não existem estimativas da métrica de Shiller para períodos tão prolongados para bolsas não americanas. Mas pode-se fazer estimativas desde os primeiros dos anos 2000. O rendimento ciclicamente corrigido dos lucros é, atualmente, de 7,6% no FTSE 100, de 5,4% no DAX 30 e de 4% no Nikkei 225. Pelas atuais taxas de juros reais pagas sobre os bônus de longo prazo, o prêmio de retorno implícito das ações é, portanto, de mais de 10 pontos percentuais no Reino Unido, de mais de 7 pontos percentuais na Alemanha e de 4 pontos percentuais no Japão e nos EUA. O mercado britânico parece extremamente barato atualmente, talvez devido à sandice do Brexit. O Japão e os EUA parecem bem valorizados, mas não supervalorizados, pelos padrões históricos.

Um respaldo adicional à racionalidade do mercado americano atual é que 55% do aumento do valor de mercado do S&P 500 nos últimos 12 meses se deve a valorizações registradas nos setores de tecnologia da informação. Isso faz sentido, em vista da hegemonia dos EUA nessas áreas e da mudança tecnológica de 2020. Devemos notar também que taxas de juros abaixo de zero tornam os lucros futuros mais valiosos que os lucros atuais, em termos de valor presente. Vendo o impacto de curto prazo da covid-19, faz sentido.

Em vista das taxas de juros, portanto, as bolsas não estão supervalorizadas. As grandes perguntas são se as taxas de juros reais vão saltar, e com que brevidade isso ocorrerá. Muitos acreditam que taxas reais ultrabaixas são o produto das políticas monetárias expansionistas ao longo de décadas. Mas se isso estivesse certo, esperaríamos ter uma inflação alta agora.

Uma melhor hipótese é a de que houve grandes mudanças estruturais nas poupanças e investimentos mundiais. Na verdade, Lukasz Rachel, do Banco da Inglaterra, e Lawrence Summers, de Harvard, argumentaram nos Brookings Papers de 2019 que forças econômicas reais reduziram a taxa de juros real neutra em 7 pontos percentuais desde a década de 1970.

Será que essas tendências estruturais, vigentes há décadas, na direção de taxas e juros reais ultrabaixas se reverterão? A resposta tem de ser que as taxas de juros reais têm maior tendência a subir do que a cair ainda mais. Se isso ocorrer, os bônus de longo prazo serão um investimento terrível. Mas isso também dependerá de por que as taxas de juros reais subirão. Se subirem em decorrência do aumento dos investimentos e do crescimento mais acelerado, os sólidos lucros corporativos poderão neutralizar o impacto da elevação das taxas de juros sobre os preços das ações. Se, no entanto, as taxas de poupança caírem, talvez devido ao envelhecimento da população, não haverá essa neutralização e os preços das ações poderão ficar significativamente supervalorizados.

Algumas bolsas relevantes, notadamente a britânica, parecem realmente baratas hoje. Até os preços das ações nos EUA parecem razoáveis, se avaliados em comparação a retornos sobre ativos mais seguros. Em vista disso, será que as forças que tornaram as taxas de juros reais negativas se dissiparão e, se sim, quão logo isso acontecerá? Essas são as grandes perguntas. As respostas vão moldar o futuro. **(Tradução de Rachel Warszawski)**