66. As ações estão com preços nas alturas?

Sebastião Bergamini Junior [1]

Este artigo analisa questões que interessam àqueles que acompanham o desempenho dos investimentos, a partir de quatro indagações: as ações estão com preços artificialmente elevados? Quais os fundamentos financeiros clássicos para a sua avaliação? Outros fatores afetam esta avaliação? Como possível exuberância dos mercados pode afetar o desempenho de seu fundo de pensão?

Ações nas alturas

Os preços das ações no mercado norte-americano aumentaram 16% nos doze meses transcorridos desde o início da pandemia. Análise publicado recentemente sobre o mercado de ações de alta tecnologia (*) concluiu que grande parte está com preço superior ao seu valor justo, apontando para as prováveis causas: a redução das taxas de juros; o afrouxamento monetário quantitativo em escala mundial; a crescente utilização de métodos alternativos de precificação das ações; o aumento da participação de investidores de varejo em ações da "nova economia", dentre outros. O analista registra que esta exuberância lembra a "bolha" das empresas ponto com ocorrida há vinte anos, quando muitas empresas de tecnologia se juntaram ao famoso Clube dos 99%, referência à quanto seu preço caiu em relação ao seu maior preço. Esta situação se torna preocupante ao se considerar a elevada interligação entre os diferentes mercados financeiros do mundo e o progressivo aumento das aplicações no exterior por parte dos investidores institucionais nacionais, inclusive os fundos de pensão, os quais não devem ser afetados, como será comentado ao final.

Medição do desempenho

O instrumental de análise para medir o preço justo de um ativo de risco está focado na relação entre retorno e risco. A mensuração do risco é realizada a partir da atribuição de probabilidade para diferentes estados, com base em dados de duas naturezas: fatores objetivos, calculados a partir de dados históricos e informações do mercado, em geral sintetizados em múltiplos financeiros; e de fatores subjetivos, relacionados à intuição, conhecimento e experiência em investimentos. O risco global de um ativo é então dividido em grupos: riscos de mercado, de liquidez, de crédito, operacionais e legais. A seleção do investimento é conduzida a partir do cardápio de ativos disponíveis, os quais serão cotejados com base no princípio da dominância entre ativos: entre dois investimentos com o mesmo risco, deve se aplicar no de maior retorno; e entre dois investimentos com o mesmo retorno, deve se aplicar no de menor risco. Dois aspectos deste instrumental nos interessam para esta avaliação: os fatores objetivos sintetizados em múltiplos, e os riscos associados à liquidez do mercado.

Adequação dos múltiplos

Benjamin Graham (1894-1976) foi pioneiro no uso da relação preço/lucro para avaliar o valor justo ou intrínseco e descobrir aquelas ações que estavam sendo subestimadas pelo mercado. É clássica a sua definição de investimento: "uma operação de investimento é aquela que, após análise completa, promete segurança do principal e um retorno adequado; as operações que não atendem a esses requisitos são especulativas". É estranho que o múltiplo que retrata a relação existente entre o preço atual de uma ação e o tempo necessário para recuperar este valor a partir do lucro projetado não seja um múltiplo financeiro. A formulação deste indicador desconsidera o princípio básico das finanças de que o dinheiro tem valor diferente no decorrer do tempo. No entanto, este é um múltiplo com alto poder preditivo, pois foi com base no descolamento das cotações dos ativos com relação ao seu valor intrínseco que o economista Robert Shiller previu tanto a crise das empresas pontocom em 2000, quanto a crise das hipotecas ***subprime,*** em 2008. Shiller considera que "bolhas especulativas" são epidemias sociais que ocorrem quando as pessoas se entusiasmam em excesso com determinado tipo de investimento, contagiando outras e levando os preços destes ativos a patamares irreais. O assunto é complexo, sendo tais

---

[1] Aposentado do BNDES. Certificado pela ANBIMA como CPA20. As opiniões são de sua responsabilidade, não representando a posição da Associação de Empregados, Empregados-Aposentados e Participantes da FAPES – APA.

epidemias também podem ser turbinadas por outros fatores, como o excesso de dinheiro na economia.

Excesso de liquidez

A principal taxa de juros dos EUA está nominalmente zerada, o que resulta em taxa negativa se considerada a inflação. Ocorre processo idêntico no Brasil, onde a taxa básica da economia ou SELIC foi reduzida para o nível inédito de 2% ao ano, o que comparada com a inflação medida pelo IPCA, atualmente pouco superior a 4% ao ano, resulta em uma taxa básica da economia de curto prazo negativa em 2%. A redução da taxa de juros básica e o afrouxamento monetário quantitativo foram adotados pela maioria dos países para contrabalançar os perversos efeitos da pandemia na economia. Estas medidas fazem parte do receituário anticíclico aprovado pela maioria dos economistas de diversas correntes. No entanto, tem seu lado disfuncional por tender a provocar aumento artificial no valor dos ativos financeiros. O excesso de liquidez está associado a eventos nefastos, como a quebra do *Long Term Capital Management* – LTCM em 1994, e as últimas duas grandes crises financeiras, a das empresas pontocom, em 2000 e a das hipotecas subprime, em 2008. No "Relatório de Estabilidade Financeira" recentemente divulgado pelo FMI (**) estão alguns registros preocupantes, com indícios de uma nova crise financeira se avizinhando: houve forte valorização dos ativos de riscos; os mercados estão minimizando os riscos, apostando na continuidade das políticas fiscais e monetárias de afrouxamento, sem avaliar plenamente as consequências das medidas adotadas; os riscos para a estabilidade financeira têm sido controlados até agora, mas a desconexão entre a exuberância dos mercados e a recuperação lenta da economia real podem levar a frustrações de expectativas.

Outros fatores

A ideia de uma "nova economia" apresenta paralelos perturbadores entre a atual situação e o contexto em que ocorreu a ascensão e queda das empresas pontocom há vinte anos. Na época houve a adoção de métodos alternativos para avaliar os ativos como a utilização do conceito de que despesas de marketing deviam ser consideradas como investimentos e de que o número de páginas visitadas ou de cliques deveria ter influência nas cotações das ações. Atualmente, os métodos alternativos para avaliar os ativos contemplam múltiplos baseados no preço da ação em relação às vendas, no crescimento das receitas, nos níveis de despesas operacionais e no "possível investimento" em capital humano. Com isto, a percepção baseada nos múltiplos financeiros ortodoxos tem ficado em segundo plano. Por exemplo, as ações da Tesla tiveram crescimento de 964% desde o início de 2020, sendo negociada atualmente por 209 vezes o seu lucro projetado. Antes da pandemia esta ação já detinha a relação preço/lucro projetado de 75 vezes, sendo então o maior múltiplo dentre as empresas com valor de mercado acima de US$ 50 bilhões. O processo vem se tornando abrangente: a relação preço/lucro média das ações que compõem o índice NASDAQ 100, que agrupa as empresas de tecnologia, está em torno de quarenta vezes, um nível que não se via desde o auge das empresas pontocom. Para o investidor que se ancora na definição de Graham, um investimento realizado com base numa relação preço/lucro de 209 deve ter baixa probabilidade de assegurar o capital e de proporcionar um retorno adequado. Por outro lado, para o investidor arrojado, o crescente domínio dos gigantes da tecnologia constitui uma das "melhores oportunidades de investimento da história".

Como seu fundo de pensão pode ser afetado

O excesso de liquidez da economia aliado à rentabilidade negativa da renda fixa de curto prazo levou a uma sobrevalorização dos ativos de riscos, tanto no mercado externo quanto no interno. As lições da história financeira sugerem estar próximo um "ajuste de contas". No momento em que as taxas de juros subirem, uma onda baixista deve afetar inicialmente os mercados mais desenvolvidos, contagiando os mercados emergentes na sequência. Tal ajuste provavelmente terá efeito negativo e transitório para os fundos de pensão com carteiras de ativos bem diversificadas e gestão focada no longo prazo.

(*) Ações com preços nas alturas preocupam. Laurence Fletcher. Valor Econômico, 28/01/2021.

(**) FMI adverte para risco de correção nos mercados. Toni Sciarretta. Valor Econômico, 28/01/2021.