

O EFEITO DOS JUROS NA BOLSA

O COPOM decide os rumos da taxa SELIC nessa semana. Boa época para discutirmos mais um mito muito comum ouvido no mercado:

“No dia em o BC baixar a taxa SELIC agressivamente, o valor das ações irá disparar no Brasil porque a taxa de desconto do fluxo de caixa das companhias irá cair, tal como o custo de oportunidade da renda fixa do investidor.”

No mercado, há a crença geral entre investidores e profissionais da existência inquestionável de correlação inversa entre variação da taxa básica e desempenho das ações. Traduzindo, “Juro sobe, bolsa cai; Juro cai, bolsa sobe”.

Essa ligação é apenas parcialmente verdadeira, pela maior/menor demanda potencial por ativos de risco quando o juro cai/sobe. A queda/alta da taxa SELIC reduziria/aumentaria o retorno médio dos fundos DI e de renda fixa o que, teoricamente (nem sempre na prática...), melhoraria/pioraria a atratividade para a compra de ações.

Cabe enfatizar, porém, que o determinante para a formação da taxa de desconto nos fluxos de caixa é o juro longo, que será influenciado pelas expectativas dos agentes, de acordo com a qualidade condução da política monetária pelo BC. Portanto, mesmo que a autoridade monetária algum dia resolva, seja por “pressão política” ou decisão técnica errada, reduzir a taxa SELIC para patamares muito baixos, a influência na bolsa pode ser até negativa, caso os investidores percebam o passo em falso. Normalmente, nesse caso, a curva de juros “empina”, ficando as taxas baixas somente nos prazos curtos (onde o BC consegue atuar). As taxas mais longas, que exercem influência na atividade econômica, tendem a subir. É como se o investidor “pensasse alto”: “A autoridade monetária está fazendo um movimento errado hoje que terá que ser corrigido algum dia”.

De maneira inversa, mesmo com a elevação da taxa SELIC, o mercado acionário pode reagir bem, caso os investidores percebam a antecipação do Governo a algum problema inflacionário futuro (resultando na inclinação negativa da curva longa, com queda de taxa nos vértices de vencimento em anos futuros).

Figura – Períodos de mudança brusca de política monetária (nível da taxa SELIC) versus variação das bolsas no Brasil e nos EUA

Brasil

<u>Começo do processo</u>	<u>Taxa SELIC (a.a.)</u>	<u>Final</u>	<u>Taxa a.a.%</u>	<u>Variação</u>	<u>Variação do Ibovespa no pe</u>
dez/97	38,0%	set/98	19,0%	-19,0%	-35,5%
nov/98	19,0%	mar/99	45,0%	26,0%	44,0%
abr/99	45,0%	set/99	19,0%	-26,0%	4,3%
out/02	18,0%	fev/03	26,5%	8,5%	23,5%
jul/03	26,5%	dez/03	16,5%	-10,0%	55,5%
out/05	19,75%	out/07	11,25%	-8,5%	111,4%
mar/09	13,75%	set/09	8,75%	-5,0%	32,5%
jun/10	8,75%	ago/11	12,5%	3,75%	-15,2%

Estados Unidos

<u>Começo do processo</u>	<u>FED Fund rate (a.a.)</u>	<u>Final</u>	<u>Taxa a.a.%</u>	<u>Variação</u>	<u>Variação do S&P no período</u>
fev/72	3,5%	jun/74	13,0%	9,5%	-19,3%
mar/76	4,75%	mar/80	20,0%	15,25%	-0,7%
abr/83	8,5%	set/84	19,0%	11,75%	1,0%
mar/87	6,0%	mai/89	9,75%	3,75%	9,0%
jan/94	3,0%	fev/95	6,0%	3,0%	1,2%
mai/99	4,75%	mai/00	11,25%	6,5%	9,1%
jun/04	1,00%	jun/06	5,25%	4,25%	8,4%
set/07	5,25%	dez/08	0,0%	-5,25%	-41,5%

Fonte: sites da Bovespa e S&P, elaborado pelo autor

Analizando os diversos períodos de aperto e relaxamento da política monetária, concluímos que não há uma correlação empírica direta entre as fases de elevação/contração da taxa básica das economias com o mau/bom desempenho das bolsas. Dos dezesseis períodos de forte oscilação de política monetária (oito no Brasil e oito nos EUA), em apenas cinco se confirmou o senso comum – “Juro sobe, bolsa cai; juro para baixo, bolsa para cima”. Na maior parte das vezes – sete no total - ocorreu exatamente o inverso do esperado. Em outros quatro eventos, após grande volatilidade, a bolsa acabou praticamente a mesma pontuação, apesar da forte variação da taxa básica. Algumas ponderações a serem realizadas:

- ✓ Fator antecipação - Os investidores podem antecipar os movimentos do BC (se os mesmo forem esperados), comprando ações na iminência de queda de juros e vendendo papéis na expectativa de aperto de política monetária. Quando a alta ou queda da taxa básica efetivamente é implementada, já ocorreu a maior parte da oscilação do mercado de ações, que pode até sofrer uma “realização de lucros” no evento. Portanto, somente “surpresas” de política monetária tenderiam a mexer mais significativamente com as cotações no período coincidente.
- ✓ Razão da contração/relaxamento da política monetária – Se o BC eleva ou reduz os juros básicos pelas razões corretas – antecipação de algum movimento, respectivamente inflacionário ou de queda projetada de atividade, o mercado costuma aplaudir. Porém, se o BC mostra-se “atrás da curva” (expressão em inglês, “*behind the curve*”), as ações tendem a sofrer, independentemente da direção da política, dado que as taxas embutidas na curva longa de juros se moverão para cima, por conta da elevação de risco.
- ✓ Conjuntura econômica / aversão a risco – O processo de formação de preços na bolsa envolve inúmeros fatores, não somente o chamado ativo livre de risco (juro longo), que representa apenas uma parte da taxa de desconto. Mesmo com os BCs agindo corretamente, se estivermos em meio a uma grande crise, os preços dos ativos de renda variável tendem a sofrer pelo aumento de aversão a risco do investidor e pela expectativa de crescimento econômico menor. Essa situação pôde ser atestado no período entre 2007 e 2011, quando o mundo desenvolvido viveu uma situação inédita de juro básico virtualmente igual a zero, com bancos centrais de todo o globo gastando fortunas na recompra de títulos longos privados e públicos (visando baixar os juros embutidos nesses papéis). Mesmo assim, as bolsas tiveram uma performance muito ruim.
O caso do Japão é ainda mais emblemático. O país tinha um juro básico de 6% a.a. no final da década de 80, quando estava no auge econômico, tendo entrado em recessão no fim dos anos 90, mesmo com o juro declinante. No início do atual século, mais precisamente em 2001, o BOJ (Banco Central do Japão) implementa a política do

juro virtualmente zero. O resultado, para quem acredita piamente que a política monetária é decisiva para a definição do desempenho das bolsas, é decepcionante: O Índice Nikkei, em ienes, caiu 70% entre 1990 e 2011, dado que a economia nunca mais se recuperou, mesmo com o juro zero.

Alexandre Póvoa

Presidente Valorando Consultoria

Autor do livro: "Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor" e "Valuation, Como Precificar Ações"

alexandrepova@globo.com