

No Brasil, quanto maior o risco maior o retorno?

Rodrigo Lascane Blanco¹, Josilmar Cordenonssi Cia²

1. Estudante de Graduação de Administração do CCSA da Universidade Presbiteriana Mackenzie; rodrigo_lascane@hotmail.com
2. Professor e Pesquisador do CCSA da Universidade Presbiteriana Mackenzie; josilmar@mackenzie.br

Palavras Chave: prêmio de risco, CAPM, aversão ao risco.

Introdução

Um dos pilares da teoria de finanças é o pressuposto de que os agentes (as pessoas) são avessos ao risco. Isto é, para que eles aceitem trocar um investimento “livre de risco” para um outro, com risco, só se lhes for oferecido um prêmio de risco minimamente compensador. O prêmio de risco consiste no aumento do retorno esperado em função de se incorrer um maior risco. E quanto maior o risco incorrido (medido pelo desvio padrão dos retornos), o prêmio de risco exigido pelo investidor crescerá mais do proporcionalmente. Entretanto, no mercado acionário, os principais agentes no mercado financeiro são os investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, bancos de investimento, etc.), que são responsáveis por uma grande parcela das transações e que, em última análise determinam os preços dos ativos. Por administrarem uma carteira altamente diversificada de ações, a decisão de comprar ou vender uma determinada ação não se deve basear no risco total (medido pelo desvio padrão dos retornos, σ), pois com a diversificação (aumento do número de ações na carteira) o σ cai assintoticamente até um limite. Assim há uma parcela do risco eliminável via diversificação (idiossincrático, relacionado a apenas a uma ação ou pequeno grupo de ações) e outra que a diversificação não elimina (sistêmica, comum a todas as empresas).

Desde Sharpe (1964), sabe-se que os agentes representativos do mercado acionário administravam carteiras já bastante diversificadas, logo, o risco idiossincrático não seria relevante para as suas carteiras, mas sim o risco sistêmico. Portanto, o seu Modelo de Precificação de Ativos de Capital, mais conhecido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), deduz logicamente a relação entre o retorno esperado (*ex-ante*) de uma ação ou carteira $[E(k_i)]$ e o β (medida da sensibilidade do retorno da ação ao risco sistêmico):

$$E(k_i) = k_f + \beta_i [E(k_M) - k_f]$$

k_f é a taxa livre de risco (título do Tesouro prefixada). $E(k_M)$ é o retorno esperado da carteira de mercado. O diferencial $[E(k_M) - k_f]$ é chamado de prêmio de risco do mercado.

O CAPM foi desenvolvido e usado como um modelo para estimar o retorno esperado (ou custo de oportunidade de capital) das ações. Entretanto, um dos ingredientes mais importantes é o prêmio de risco do mercado. Fama e McBeth (1973) desenvolveram uma metodologia de estimar os betas de cada ação em determinado período e, a partir dos betas e dos retornos observados (*ex-post*), estimar esse prêmio de risco, através da seguinte equação de regressão linear:

$$k_i - k_f = \gamma_0 + \gamma_1 \beta_i + e_i$$

γ_1 é o parâmetro correspondente ao prêmio de risco do mercado e, portanto, espera-se que ele seja positivo. Com relação à γ_0 espera-se que seja zero, pois a taxa de retorno observada já é subtraída pela taxa livre de risco (k_f). Este

trabalho se propôs a estimar esse parâmetro no Brasil no período compreendido desde o início da circulação do Real como moeda (30 de junho de 1994) até o dia 09 de maio de 2014.

Resultados e Discussão

Usando o índice IBOVESPA como proxy da carteira de mercado (Figura 1) pôde-se verificar que, ao longo do período estudado, o prêmio do mercado Brasileiro é negativo, mais precisamente de -2,02% ao mês. Entretanto, dada a alta volatilidade do período, não se pode rejeitar a hipótese nula de que o prêmio de risco seja igual a zero. Mas, mesmo assim, o sinal está em total desacordo com a teoria de finanças.

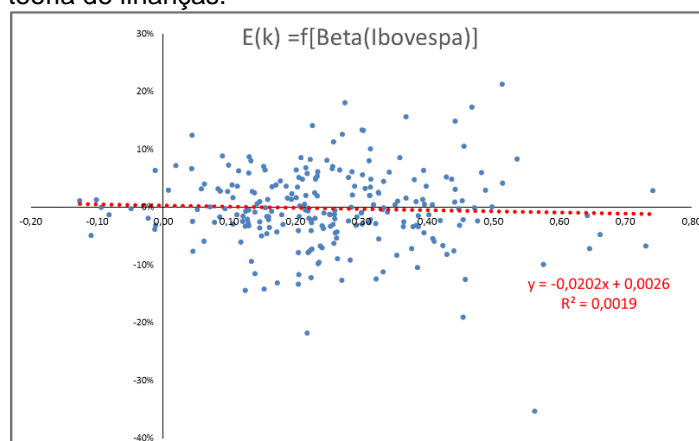


Figura 1. Estimativa da SML

Conclusões

O fato do prêmio de risco estimado ser negativo no Brasil reflete o ambiente econômico hostil que as empresas brasileiras enfrentam. Além de sofrer uma carga tributária elevada e complexa, elas sofrem uma concorrência desleal com o próprio governo para captar recursos no mercado de capitais, uma vez que as taxas de juros dos títulos do governo (consideradas livres de risco) são muito elevadas. Assim, os investidores fogem dos ativos com risco e se concentram na renda fixa (dominada pelo governo) frustrando os investimentos produtivos e reduzindo a capacidade de crescimento econômico.

Sem que haja uma mudança no ambiente econômico na direção de apoiar a livre iniciativa, que pressupõe assumir riscos, as ações continuarão a ter um papel marginal na vida econômica das empresas e dos brasileiros

Agradecimentos

Agradecemos o apoio da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Fama, Eugene F. and James D. MacBeth. "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests." *Journal of Political Economy*, 1973.
Sharpe, William F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *Journal of Finance*, 1964.