

A bolsa dos EUA: sobrevalorizada?

Apesar da queda das últimas semanas, a evolução da bolsa norte-americana desde os piores tempos da crise tem sido espetacular. No passado mês de setembro, antes das recentes turbulências, a capitalização bolsista do S&P 500 registou vários máximos históricos. De facto, desde julho de 2009 (o primeiro trimestre de recuperação económica após a Grande Recessão) que o índice S&P 500 aumentou 174%, representando um crescimento anual de 11,9%. Face a estes números, coloca-se esta questão imediata: a bolsa norte-americana está sobrevalorizada?

A valorização das ações de uma empresa determina-se por intermédio de várias variáveis, pelo que responder à pergunta anterior não é uma tarefa fácil. No entanto, existem vários indicadores que esclarecem algumas das suas determinantes e que nos podem ajudar a verificar se um ativo está justamente valorizado ou não. Um dos mais citados é o CAPE (procedente da sigla em inglês *cyclically adjusted price-to-earnings*), proposto pelo Prémio Nobel da Economia Robert J. Shiller, que divide a capitalização total de um índice bolsista, ou de uma empresa, pela média dos lucros comunicados pelas empresas associadas, ou da empresa em questão, nos últimos 10 anos.¹ Assim, o facto de uma empresa ter um rácio de CAPE maior do que outra indica que o preço pago pela ação da primeira empresa reflete outros fatores diferentes dos lucros passados da empresa, tais como a expectativa de um aumento nos lucros no futuro ou a sobrevalorização da ação.

O CAPE para o conjunto do S&P 500 mantém-se desde o início do ano acima dos 30 pontos, sendo que em setembro chegou a ultrapassar os 33. O que é que estes níveis sugerem? Por um lado, numa observação com perspetiva histórica, este nível está claramente acima da sua média desde 1881 (16,9 pontos). Além disso, devemos levar em consideração que o CAPE apenas ultrapassou os 30 pontos no período que antecedeu o *crash* bolsista de 1929 e durante a bolha das empresas *dotcom* em 2000, o que sugere que o CAPE está em níveis significativamente elevados, uma situação que, em ocasiões anteriores, foi indicativa de uma sobrevalorização nos EUA. Por outro lado, o CAPE possui um grande poder de previsão sobre os retornos bolsistas a médio e longo prazo² e, neste sentido, os seus níveis atuais sugerem que a rentabilidade do S&P 500 para os próximos 10 anos seria inferior a 4% anual (muito abaixo dos 11,9% registados entre 2009 e 2018).

1. Também é efetuado um ajustamento pela evolução dos preços ao consumo.

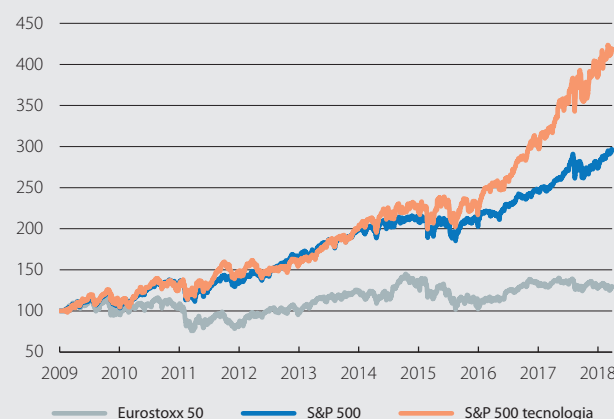
2. Especificamente, explica cerca de 80% da variabilidade nos retornos bolsistas para um horizonte futuro a 10 anos. Ver o artigo «Valorização da bolsa norte-americana: existem motivos de preocupação?» no Dossier do BM11/2017.

Ao procurar explicações para estes elevados níveis do CAPE, o setor da tecnologia tem sido apontado como possível responsável por esta elevada valorização, em parte porque foi a origem da bolha bolsista das *dotcom* em 2000, em parte por ter registado rendimentos anualizados desde meados de 2009 claramente superiores ao conjunto do S&P 500 (perto de 20%). No entanto, os dados mostram que não é apenas o setor tecnológico que regista um CAPE relativamente alto, sendo que estes elevados CAPE são um fenómeno bastante difundido entre os setores que compõem o índice e que, além disso, uma fração significativa dos mesmos está acima da sua média histórica (ver o segundo gráfico).³

Outra explicação possível que poderia estar a impulsionar o CAPE do S&P 500 é um aspeto metodológico da relação,

Bolsas norte-americana e europeia

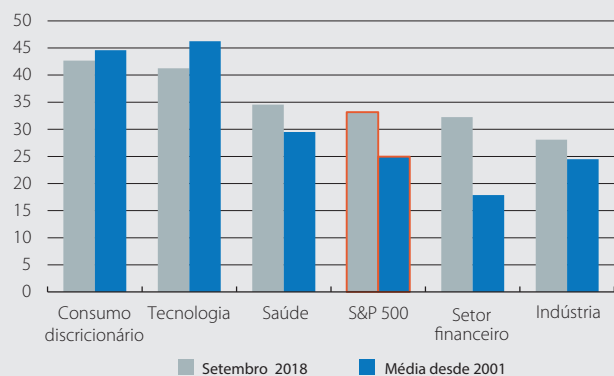
Índice (100 = julho 2009)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Bolsa norte-americana: índice CAPE

(Pontos)



Nota: Estes cinco setores representam 79% do total do índice S&P 500.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

3. O facto de o setor da tecnologia ter um CAPE não tão diferente dos restantes setores indica que a sua forte revalorização bolsista foi acompanhada por uma sólida obtenção de lucros.

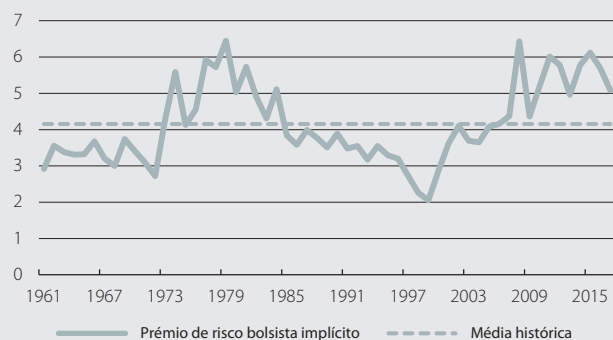
cujo efeito esperamos ver desvanecer nos próximos trimestres. Ao incluir os lucros das empresas dos últimos 10 anos, o CAPE está a incorporar os fracos resultados registados pelas empresas durante a Grande Recessão. Mecanicamente, em meados do próximo ano, na medida em que os baixos lucros passados deixem de ser incluídos na fórmula, o benefício médio dos últimos 10 anos irá aumentar e pressionará o CAPE para baixo. Especificamente, estimamos que este efeito de base poderia reduzir este indicador em até 3 pontos, um ajustamento significativo, mas que ainda permaneceria em torno dos 30 pontos.

Para entender melhor o quão alto é o nível atual do CAPE, é útil também analisar a sua evolução ao longo do ciclo económico. Neste sentido, a taxa de juro sem risco da economia é uma variável informativa. Normalmente, durante os períodos em que as taxas de juro estão baixas, as cotações bolsistas costumam ser mais elevadas, uma vez que o valor atual dos lucros futuros por ação é maior e impulsiona os preços e o CAPE.⁴ No entanto, dado que nos próximos meses esperamos que as taxas de juro nos EUA aumentem gradualmente em linha com o aperto da política monetária levada a cabo pela Fed, as cotações bolsistas estarão num contexto menos favorável. Especificamente, se analisarmos a relação histórica entre a rentabilidade da obrigação soberana americana a 10 anos e o índice proposto por Robert Shiller, a mesma tende a situar-se em torno dos 25 pontos num cenário em que a taxa de juro soberana dos EUA consolida-se perto dos 3,5%. Por definição, uma redução do CAPE teria que ocorrer ou através de uma descida na cotação bolsista ou por intermédio de um aumento dos lucros das empresas. Neste sentido, se levarmos em conta a redução de 3 pontos devido ao desaparecimento do efeito de base da Grande Recessão e assumirmos que os lucros das empresas vão continuar a crescer de acordo com a média dos últimos dois anos, uma redução do CAPE para 25 pontos exigiria uma correção bolsista de aproximadamente 12%. Para além da importância de interpretar este valor com cautela, devido à elevada incerteza que o rodeia, a dimensão desta redução não é de forma alguma insignificante, mas é consideravelmente diferente das correções experimentadas noutros períodos em que o CAPE se situou acima dos 30 pontos (tanto no caso da bolha das *dotcom* em 2000 como durante o *crash* de 1929, as quedas foram superiores a 30%).

Outro indicador que nos pode ajudar a identificar possíveis situações de sobrevalorização no rendimento variável é o prémio de risco bolsista implícito (PRBI), que nos mostra qual é a compensação adicional exigida pelos investidores para investirem na bolsa em vez de o fazerem em ativos com menor risco (como é o caso da dívida soberana

Bolsa norte-americana: prémio de risco bolsista implícito do S&P 500

Diferença entre a taxa interna de retorno (TIR) da bolsa e a taxa de juro sem risco (p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Aswath Damodaran (disponíveis em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

dos EUA). Os reduzidos níveis desta medida sugerem que os investidores exigem pouca compensação pela assunção de riscos, o que poderia indicar que os mesmos estão a ser condescendentes com a bolsa, uma situação que caracteriza as bolhas. Existem várias metodologias para calcular este indicador, desde as muito simples até às mais complexas. Uma das mais difundidas baseia-se na obtenção da taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros esperados (principalmente dividendos) de uma ação, seguida pela subtração do retorno da taxa de juro sem risco para obter o PRBI.⁵ Atualmente, este indicador encontra-se em níveis que ultrapassam os 5%, ligeiramente acima da média histórica de 4,1%. Embora isto indique que os investidores exigem uma rentabilidade claramente superior à oferecida pela dívida soberana e que tende a explicitar as conclusões extraídas da análise do CAPE, a trajetória descendente evidenciada nos últimos anos poderia ser um sinal de alerta.⁶

Contudo, como referimos anteriormente, é deveras complexo determinar se um ativo financeiro está sobrevalorizado, sendo que as ferramentas que temos à nossa disposição apenas esclarecem uma das muitas dimensões que influenciam as cotações bolsistas. Neste sentido, existem vários argumentos que atenuam as conclusões sobre o atual elevado nível de CAPE. No entanto, apesar de ser tentador pensar que «desta vez é diferente», o poder de previsão dos indicadores apresentados neste artigo não deve ser subestimado.

4. A relação estreita entre o CAPE e as taxas de juro é perfeitamente ilustrada pelo facto de que, nos últimos 55 anos, a taxa de juro soberana dos EUA a 10 anos explica cerca de 50% das variações do CAPE do S&P 500.

5. Consultar «O prémio de risco bolsista implícito: um indicador claramente imperfeito que é preciso ter em consideração» na IM11/2015.

6. Além disso, devemos levar em conta que a compra em grande escala de ativos pela Reserva Federal (Fed) diminuiu as taxas de juro sobre a dívida soberana dos EUA, o que poderia ter influenciado o aumento do PRBI.