

25/09/2018 - 05:00

Lucro alto justifica cotações espetaculares?

Por **Robert Shiller**

O mercado de capitais dos Estados Unidos, medido pelo Índice Composto S&P real mensal, ou S&P 500, aumentou 3,3 vezes desde seu nível mais baixo, de março de 2009. Isso torna as bolsas americanas as mais caras do mundo, de acordo com a relação preço-lucro ciclicamente corrigida (Cape, nas iniciais em inglês) que defendo há muito. O aumento de preço se justifica ou estaríamos assistindo ao surgimento de uma bolha?



Pode-se pensar que o aumento se justifica, uma vez que o S&P 500 real trimestral revelou que os lucros por ação tinham subido 3,8 vezes em comparação, essencialmente, ao mesmo período, do primeiro trimestre de 2009 até o segundo trimestre de 2018. Na verdade, o aumento de preços foi um pouco inferior ao equivalente aos lucros.

É claro que 2008 foi um ano um tanto atípico. Mas e se medirmos o crescimento dos lucros não a partir de 2008, e sim a partir do começo do governo Trump, em janeiro de 2017?

Nesse intervalo de 20 meses, os preços mensais reais das ações americanas subiram 24%. Do primeiro trimestre de 2017 até o segundo trimestre de 2018, os lucros reais aumentaram quase o mesmo, em 20%.

Com os preços e os lucros variando juntos quase na proporção de um para um, poder-se-ia concluir que o mercado de capitais americano está se comportando com lógica, ao simplesmente refletir a força do crescimento da economia dos EUA.

Mas é importante ter em mente que os lucros são altamente voláteis. Aumentos significativos repentinos tendem a ser revertidos no intervalo de alguns anos. Isso aconteceu drasticamente mais de doze vezes na história das bolsas americanas.

Os lucros são diferentes da maioria das outras variáveis econômicas, porque são definidos essencialmente como a diferença entre duas séries: as receitas e as despesas. O crescimento acelerado dos lucros por alguns anos pode, portanto, ser facilmente seguido por uma volta à tendência de longo prazo ou mesmo a níveis inferiores à média. Na verdade, os lucros por ação registrados pelo S&P 500 foram negativos durante o quarto trimestre de 2008, em parte devido às baixas contábeis induzidas pela crise financeira. Naturalmente, esse episódio não durou (e sua importância foi questionada).

Os participantes do mercado deveriam saber que não devem reagir exageradamente ao crescimento dos lucros, mas eles às vezes se esquecem disso quando os discursos mais bem aceitos são enganosos. Consideremos um exemplo de um século atrás. Embora os lucros anuais reais do Índice Composto S&P tenham subido 2,6 vezes em

apenas dois anos, a partir de níveis aproximadamente equivalentes à tendência em 1914 para uma alta recorde em 1916, os preços das ações subiram apenas 16% de dezembro de 1914 até dezembro de 1916. Por que o mercado não reagiu como recentemente?

Um mercado baixista pode se instaurar sem maior aviso ou sem motivo aparente, ou com a próxima recessão, o que afetaria os ganhos das empresas. Esse resultado combinaria com um comportamento histórico de reação exagerada a alterações dos lucros

A partir de artigos de jornais da época, pode-se obter algumas pistas. O que é mais importante é que as pessoas atribuíram a alta à demanda súbita, movida pelo pânico, por produtos americanos da parte de europeus e de outros no início da Primeira Guerra Mundial. Quando a guerra acabou, os lucros voltariam ao normal. Além disso, a raiva generalizada com que foram recebidos os altos lucros da guerra, enquanto os homens eram obrigatoriamente alistados para arriscar suas vidas, levou muitas pessoas, não apenas os americanos, a começar a defender o "alistamento obrigatório para a riqueza".

Esse termo esquecido, que caiu em desuso após a Segunda Guerra Mundial, referia-se à pesada taxa sobre repentinos aumentos dos lucros. Na verdade, os EUA impuseram, originalmente, um imposto punitivo sobre os lucros corporativos acima dos níveis pré-guerra quando o país ingressou na guerra, em abril de 1917.

Mas os movimentos dos preços das ações nem sempre foram tão racionais quanto em 1916. A reação do mercado aos aumentos dos lucros foi muito mais positiva nos "frenéticos anos 1920". Após o fim da recessão de 1920-1921, os lucros anuais reais, que tinham sido deprimidos pelo desaquecimento, mais do que quintuplicaram no período de oito anos encerrado em 1929, e os preços reais das ações tiveram quase a mesma taxa de aumento - mais do que quadruplicaram.

O que foi diferente no que diz respeito à década de 1920 foi o discurso. Não era a história de uma guerra externa. Era a história da saída de "uma guerra que porá fim a todas as guerras", ocorrida, de forma segura, no passado. Era a história do espírito emancipado da liberdade e da realização individual. Infelizmente, esse espírito não acabou bem, diante do colapso catastrófico tanto dos preços das ações quanto dos lucros corporativos no final da década.

Houve depois um período, de 1982 a 2000, em que os preços reais das ações aumentaram 7,5 vezes, enquanto os lucros anuais reais apenas duplicaram. O fim desse período foi chamado o "boom das pontocom" ou o "boom da internet", mas a maior parte do crescimento dos preços antecedeu o discurso da "nova economia", puxada pela tecnologia, e a queda da inflação ajudou por todo o seu decorrer. Em 2003, no entanto, tanto os lucros reais quanto os preços reais das ações caíram quase 50%.

Depois, de 2003 a 2007, durante um período de recuperação gradual que se seguiu à recessão de 2001, os lucros corporativos reais por ação quase triplicaram. Mas o S&P 500 real menos que duplicou, porque os investidores, aparentemente, estavam pouco dispostos a reincidir no erro cometido nos anos que precederam 2000, quando tiveram reação exagerada ao crescimento acelerado dos lucros. No entanto, esse período se encerrou com a crise financeira e com outro colapso dos lucros e dos preços das ações.

Isso nos conduz ao atual surto de crescimento dos lucros e preços. Aparentemente, os investidores acreditam que este surto de crescimento vai durar, ou pelo menos que outros investidores acham que deverá durar, e é por isso que estão apostando na alta dos preços das ações, em drástica reação ao aumento dos lucros.

O motivo dessa confiança é difícil de especificar, mas ele deve ter raízes na perda, pela opinião pública, do ceticismo saudável em torno dos lucros corporativos, juntamente com a ausência de discursos bem-aceitos que vinculem o aumento dos lucros a fatores temporários. As conversas sobre uma guerra comercial em expansão e

sobre outras medidas possíveis a serem tomadas por um volátil presidente dos EUA simplesmente não parecem fortemente ligadas às conversas das previsões de lucros - pelo menos não por enquanto.

Um mercado baixista pode se instaurar sem maior aviso ou sem motivo aparente, ou com a próxima recessão, o que afetaria negativamente os lucros das empresas. Esse resultado não é garantido, mas combinaria com um comportamento histórico de reação exagerada a alterações dos lucros. **(Tradução de Rachel Warszawski)**

Robert J. Shiller é prêmio Nobel de Economia em 2013 e professor de economia da Universidade de Yale. Copyright: Project Syndicate, 2018.

www.project-syndicate.org