

## A difícil concorrência com a taxa livre de risco

Marco Antônio dos Santos Martins (\*)

As principais teorias de finanças consolidadas ao longo da segunda metade do século XX, tais como a Moderna Teoria de Portfólio de Markowitz (1952)<sup>1</sup>, o Capital Asset Pricing Model de Sharpe (1964)<sup>2</sup>, a The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing de Ross (1976)<sup>3</sup> e Teoria de Mercados Eficientes (1970, 1991 e 1993)<sup>4</sup>, assumem que o processo de tomada de decisão dos investidores é alicerçado na racionalidade dos indivíduos, nas habilidades para lidar com a complexidade das alternativas, bem como na propensão a aversão ao risco e maximização da riqueza. Estes fundamentos teóricos pressupõem que o investidor é avesso ao risco e, portanto, exige recompensas por assumi-lo. Em outras palavras, o investidor prefere investimentos com maior retorno médio e menor risco.

Tais definições assumem que a taxa livre de risco é um conceito fundamental em finanças e investimentos, na medida em que representa a taxa de retorno de um investimento considerado livre de risco, ou seja, um investimento que não apresenta incerteza quanto ao seu retorno. Em outras palavras, é a taxa de retorno que um investidor pode esperar obter sem correr nenhum risco de perda. A taxa livre de risco é geralmente associada a títulos emitidos pelos governos, na medida em que eles são considerados seguros porque somente os governos têm a capacidade de imprimir dinheiro para honrar suas dívidas, também chamado de credor de última instância.

Assim, a taxa livre de risco serve como um benchmark para avaliar outros investimentos, com os investidores comparando o retorno esperado de um investimento com a taxa livre de risco para determinar se o prêmio pelo risco é adequado. Além disso, Sharpe (1964) e Ross (1976) em seus modelos de precificação de ativos definem a taxa livre de risco como a base de retorno mínimo exigido pelos investidores, ou seja, os investidores buscam retornos que superem essa taxa para justificar o risco assumido. Assim, a taxa livre de risco se constitui no principal pilar da teoria financeira e da gestão de investimentos para a avaliação de retornos esperados associados a riscos.

A consolidação do processo estabilização monetária no Brasil, considerando a implantação do Plano Real em 1994, o regime de câmbio flutuante, o sistema de metas de inflação em 1999 e a promulgação da Lei n.º 101 de 14 de maio de 2000, denominada Lei de Responsabilidade Fiscal, demonstra um longo histórico de elevadas taxas de juros livre de risco real, ou seja, acima da inflação.

O gráfico a seguir ilustra a SELIC efetiva anual, descontada a variação da inflação, medida pelo IPCA.

---

<sup>1</sup> MARKOWITZ, H. **Portfolio Selection**. The Journal of Finance, v. 7, n.1, p.77-91, 1952.

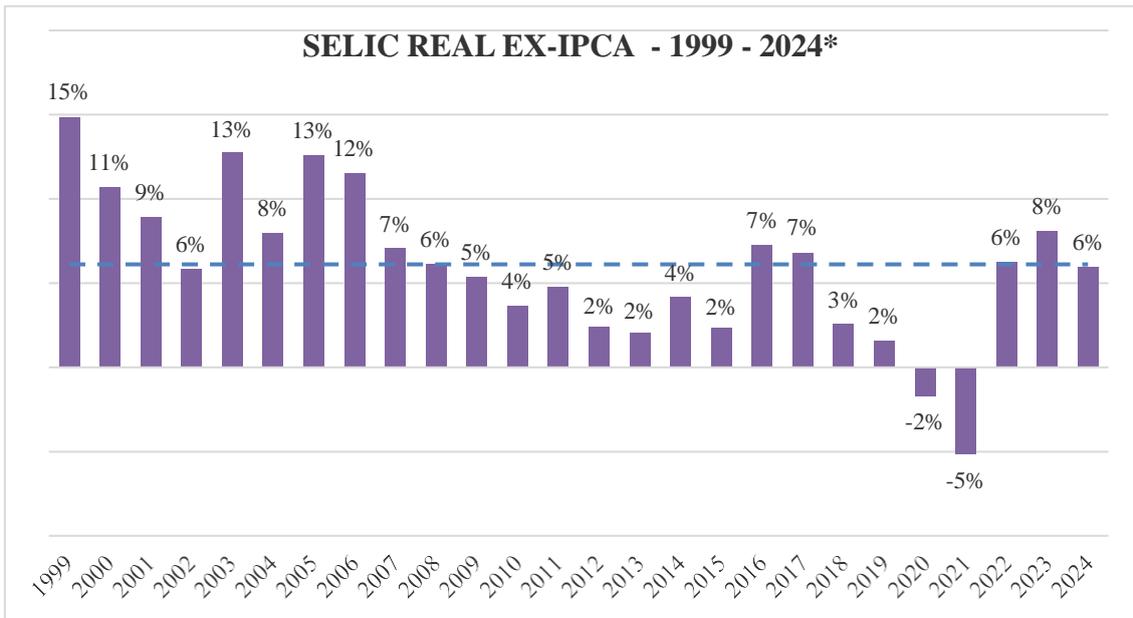
<sup>2</sup> SHARPE, William. **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk**, Journal of Finance, XIX, 1964.

<sup>3</sup> ROSS, S. A. **The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing**. Journal of Economic Theory, v. 13, p. 341-360, 1976.

<sup>4</sup> Fama, E. F. (1970). **Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F. (1991). **Efficient Capital Markets: II**. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. Este artigo revisita a teoria dos mercados eficientes e discute novos desenvolvimentos e evidências empíricas.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). **Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds**. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.



(\*) O ano de 2024 está estimado com base na projeção do Relatório Focus divulgado pelo BCB

Fonte: Economática – Elaborado pelo Autor (2024)

O gráfico demonstra que no período compreendido entre 1999 até 2024, portanto os últimos 25 anos, a taxa SELIC real tem uma média de 6,11% ao ano e somente em sete períodos a taxa ficou abaixo dos 4% real e em 14 observações a taxa superou a média de 6,11% ao ano.

Tal comportamento também pode ser corroborado por outro prisma, analisando-se a performance do IMA-B, índice que representa o comportamento da carteira de títulos públicos indexados ao IPCA-IBGE (NTN-Bs), comparado com a variação do CDI e do IBOVESPA, desde dezembro de 2003, quando IMA-B foi criado

#### Evolução IMA-B, CDI e IBOVESPA – 31/DEZ/2003 A 31/OUT/2024



Fonte: Economática – Elaborado pelo Autor (2024)

O gráfico compara uma aplicação de R\$ 100 em cada um dos ativos em 31 de dezembro de 2003, indicando que o valor seria transformado em R\$ 1.215 no IMA-B, em R\$ 827 se fosse aplicado no CDI e em R\$ 567 se tivesse sido aplicado no IBOVESPA.

Os dados históricos demonstram que as aplicações em ativos livre de risco (títulos públicos federais) no Brasil geram rentabilidades consistentes ao longo do tempo, superando inclusive os ativos mais arriscados.

Por outro lado, quando se realiza uma análise do momento atual, é possível concluir que o mercado financeiro vem refletindo muitas incertezas em função das dificuldades do governo em construir um plano fiscal capaz de sinalizar a estabilização da relação dívida/PIB no médio e longo prazo.

As escolhas de política econômica do governo pautadas na possibilidade de buscar o equilíbrio fiscal através do aumento de receita, seja pelo crescimento econômico ou pelo aumento de impostos ficaram muito aquém dos resultados esperados, havendo necessidade de ajustar as contas públicas através de corte de gastos. Tal ajuste representa uma tarefa com vários obstáculos, como por exemplo a desvinculação das despesas de saúde e educação do mínimo constitucional e uma revisão nos benefícios sociais, resultando em medidas impopulares e de difícil aceitação pela base parlamentar do governo.

O resultado, combinado com o aquecimento econômico, é o estresse na curva de juros e a desancoragem das expectativas de inflação. Tal quadro ficou mais difícil com o resultado da eleição americana, na medida em que o mercado já precifica que o governo Trump deve ser inflacionário no curto e médio prazo, com promessas de corte de impostos, medidas protecionistas, restrição à imigração e desregulamentação de mercado. Assim o FED, banco central americano, deve ser mais comedido com suas políticas de corte de juros. Em síntese, é possível esperar que as taxas de juros reais no Brasil permaneçam elevadas por mais tempo que o inicialmente esperado.

Dentro desse contexto, a maioria dos gestores de investimentos estão revendo suas políticas e estratégias de investimentos, visando reduzir a exposição de risco em renda variável, multimercados e crédito privado, concentrando suas alocações em títulos públicos atrelados à inflação (NTN-B).

O momento representa uma oportunidade ímpar de compra de títulos públicos federais atrelados à inflação (NTN-Bs), principalmente no caso específico das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), os fundos de pensão, que possuem um passivo atrelado à variação dos índices de preços e que podem comprar risco soberano em patamares superiores à meta atuarial e ainda utilizar a prerrogativa de marcar os títulos públicos federais (NTN-Bs) na curva, ou seja, sem se expor a volatilidade de curto prazo.

Assim, o recente movimento de incentivar os fundos de pensão a alocarem recursos em debêntures de infraestrutura emitidas por empresas privadas não está perfeitamente alinhado à janela de oportunidade que se apresenta neste momento no mercado financeiro, pois tais títulos, para serem competitivos, deverão ser ofertados com prêmios de risco acima das taxas oferecidas pelas NTN-Bs, representando para as empresas um custo financeiro elevado no longo prazo, incompatível com os projetos de infraestrutura, que normalmente acessam linha de créditos nacionais e internacionais adequadas às taxas de retorno de seus projetos.

A proposição de estimular as empresas de infraestrutura a realizar emissões de dívida no momento em que o mercado se encontra contrária o estudo *Market Timing and Capital Structure* de Malcolm Baker e Jeffrey Wurgler (2002)<sup>5</sup>, uma das teorias que

---

<sup>5</sup> Baker, M., & Wurgler, J. (2002). **Market Timing and Capital Structure**. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32

fundamentam o formação da estrutura de capital das empresas. Os autores sugerem que as empresas tentam "temporizar" o mercado ao emitir ações quando os preços estão altos e recomprá-las quando os preços estão baixos. No contexto do endividamento, essa teoria sinaliza que as empresas também podem ajustar sua estrutura de capital com base nas condições do mercado, emitindo dívida quando as taxas de juros são baixas e reduzindo a dívida quando as condições são menos favoráveis.

Por outro lado, os investidores terão dificuldades em justificar compras de títulos de crédito privado, que tem mais risco e menor liquidez que uma NTN-B, sem receber um prêmio de risco compatível. Adicionalmente, nunca é demais lembrar que o prêmio assumido na compra de títulos de crédito privado é sempre desproporcional ao risco de default, ou seja, o ganho acima da taxa livre de risco tende a ser pequeno, mas um eventual evento de default resulta em perdas próximas a 100%.

Em síntese, manter uma carteira de investimentos diversificada é uma obrigação de todo o gestor de investimento como prescrevem Makowitz (1952) e Sharpe (1964), mas sempre buscando otimizar retornos e minimizar os riscos assumidos.

(\*) Professor do DCCA da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Doutor em Administração, com ênfase em Finanças e Mestre em Economia pela UFRGS.

Assessor da ANBERR.