

O CAPM (parte II) - PRÊMIO POR RISCO DO MERCADO

Por Ricardo Ratner Rochman | 19h05 | 29-06-2009

Na coluna anterior apresentamos o CAPM (Capital Asset Pricing Model), um dos mais consagrados modelos para apreçamento de ativos financeiros, ou, em outras palavras, definição do retorno esperado pelo acionista de uma determinada empresa.

O CAPM para ser utilizado na análise de uma ação necessita de três parâmetros: o prêmio por risco de mercado, a taxa de juros livre de riscos, e o Beta. Nesta coluna discutiremos o que representa o prêmio por risco de mercado (PRM), e quais são os seus valores para uso com o CAPM.

Suponha um mercado que possui um investimento financeiro que não possui risco, ou seja, não importa o que aconteça com o mercado ou a economia, este investimento financeiro será pago e remunerado integralmente, conforme os seus termos e condições, ao investidor.

A remuneração deste investimento é conhecida como taxa de juros livre de riscos. Normalmente esta taxa de juros livre de riscos é proveniente de títulos de dívida de governos, como, por exemplo, no caso do Brasil seria a taxa Selic proveniente das Letras do Tesouro Nacional (LTN) emitidas pelo governo brasileiro pela Secretaria do Tesouro Nacional.

Dada a existência de um título livre de riscos, o prêmio por risco do mercado acionário pode ser definido como o retorno adicional a taxa de juros livre de riscos, que o investidor possui a expectativa de obter quando investe no mercado de ações para compensar o risco adicional assumido neste mercado.

Em outras palavras, é o quanto a mais de retorno em relação a um investimento sem riscos, que o investidor espera receber para se sentir atraído por um mercado mais arriscado como o de ações.

O prêmio por risco depende do mercado em que estamos inseridos, e do período analisado, pois o prêmio é fortemente influenciado pela situação da economia (recessão, crescimento, etc.) e da aversão ao risco dos investidores, como pode ser percebido pela tabela 1, que apresenta diferentes estimativas do prêmio de mercado acionário em seis países do G-7 para diferentes horizontes de tempo.

Tabela 1: Prêmios de mercado para seis dos países do G-7 (vários autores, diferentes períodos)

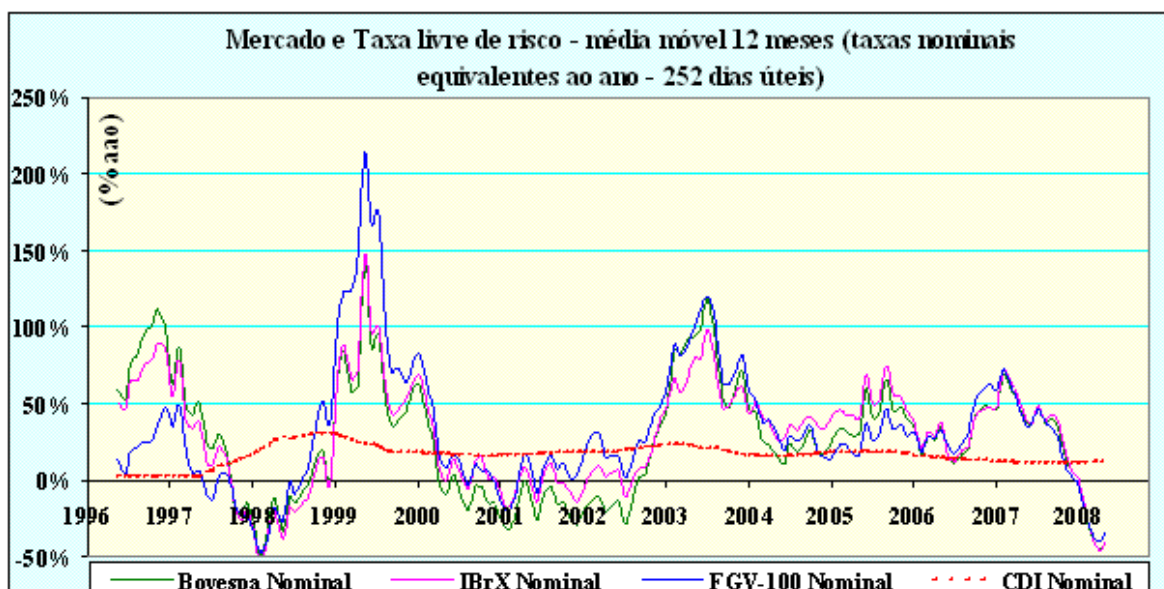
Autor(es)	EUA	Canadá	França	Alemanha	Japão	Reino Unido	Período
Dimson e outros	4,40%	4,00%	3,60%	5,70%	5,40%	3,80%	1900-2002
Ibbotson	6,10%	0,68%	2,34%	-0,80%	3,04%	4,61%	1970-1996
Claus e Thomas	3,40%	2,23%	2,60%	2,02%	0,21%	2,81%	1985-1998
Salomons e Grootveld	3,66%	1,69%	4,91%	3,41%	3,91%	4,41%	1976-2001
Canova e Nicoló	5,68%	2,26%	4,12%	3,19%	3,63%	5,15%	1971-1999
Pastor e outros	2,60%	4,70%	2,90%	1,60%	3,10%	2,90%	1990-2002

No caso do mercado brasileiro de ações, uma recente pesquisa realizada no GVCef (Centro de Estudos em Finanças da FGV) pelos pesquisadores Walter Gonçalves Jr, Luciana Chalela, Ricardo Rochman, e William Eid Jr, fez a estimativa do prêmio por risco de mercado histórico da BOVESPA, considerando o período que vai de 1996 a 2008.

Uma das primeiras dificuldades encontradas ao se estudar o prêmio por risco do mercado é justamente definir qual é o índice de ações que representa o mercado brasileiro. Como é praticamente impossível se dizer qual é o melhor índice de ações, optou-se por analisar o prêmio por risco de mercado usando os três índices de mercado mais usados: o Ibovespa, o IbrX, e o FGV-100.

O período analisado excluiu a realidade hiperinflacionária passada no Brasil, e incluiu uma época de reestruturação da BOVESPA e a preocupação em ampliar e melhorar a transparência e governança corporativa. A estimativa do prêmio de mercado neste consistiu em se obter médias para o retorno de mercado, medido pelos três índices de ações citados anteriormente, e para o investimento livre de riscos para, na sequência, efetuar-se a diferença entre ambas. O CDI foi considerado na pesquisa como o investimento livre de riscos.

O gráfico 1 mostra o comportamento do mercado (representado por seus índices) e do CDI no período de 1996 a 2008. Mesmo empregando médias móveis anuais estimadas mês a mês, que suavizam as mudanças bruscas do mercado, percebe-se que as variações são muito expressivas.



No gráfico 1 são notáveis as fortes altas no final da década de 90 e em 2004, bem como o período de estagnação entre 2000 e 2002, onde o prêmio por risco assumido foi negativo em relação ao CDI, e o de crise a partir de maio de 2008.

Com base nos dados levantados foi realizada a estimativa do prêmio de mercado por cada um dos índices, usando duas formas diferentes cálculo de taxa de retorno: aritmético, e geométrico. Os resultados são apresentados na tabela 2, para cada um dos índices, cada uma das formas de cálculo de retorno, e usando taxas nominal (com inflação) e real (sem inflação).

Tabela 2: Prêmios de risco para diferentes índices e abordagens selecionadas

	Bovespa	IBrX	FGV-100
	Nominal / Real	Nominal / Real	Nominal / Real
Aritmética	3,66% / 3,42%	7,05% / 6,59%	7,80% / 7,30%
Geométrica	2,25% / 2,10%	5,75% / 5,38%	6,76% / 6,33%

Do ponto de vista histórico o prêmio por risco do mercado acionário brasileiro variou entre 2,25% a 7,80% ao ano em termos nominais, dependendo do índice de ações escolhido, e considerando a taxa de retorno do CDI como a remuneração do investimento livre de riscos. Alguns podem considerar estes prêmios como pequenos, mas eles são maiores que os de outros países, como se pode constatar na tabela 1, e a remuneração do CDI foi muito alta no período analisado.

Estes resultados servem como base não somente para o emprego do modelo CAPM, mas também para se tomar decisões sobre investimentos de risco. Deve-se lembrar que estes valores são históricos, e quando avaliamos uma ação ou empresa devemos "olhar para o

futuro", considerando as perspectivas futuras para a macroeconomia, o setor, a empresa, e a ação.

Doutor em Administração de Empresas pela FGV-EAESP, Ricardo Ratner Rochman é consultor e professor de Finanças da FGV-EESP e escreve mensalmente na InfoMoney, às segundas-feiras.

ricardo.rochman@infomoney.com.br

TEXTO RETIRADO EM SUA ÍNTEGRA DO SITE:

<http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/1609583/colunista-infomoney-capm-parte-ecirc-mio-por-risco-mercado> (acesso em 09/03/2013)