

## Mecanismos de alocação de capital



Por **FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA\***

*O sistema financeiro global é uma dança complexa entre o risco volátil da renda variável e a segurança relativa da renda fixa, onde nenhum dos lados dita sozinho as regras do jogo*

### 1.

Em Economia de Mercado de Capitais (EMC), a alocação de capitais em escala global se dá por regulação dos valores de mercado das ações, isto é, cotações em bolsas de valores em função da maximização do valor para o acionista (MVA) em cada empresa aberta transnacional.

Em Economia de Endividamento Público e Bancário (EEPB), a alocação de capital se dá pela possibilidade de alavancagem financeira da rentabilidade patrimonial do capital próprio com tomada de empréstimo de capital de terceiros, sendo definida pela fixação da taxa de juros básica de maneira arbitrária pelo Banco Central (BC).

Por um lado, na primeira, como na americana, predomina renda variável com maior volatilidade e, portanto, risco. Por outro lado, na segunda, como a brasileira, predomina renda fixa (no Brasil pós-fixada) a partir da taxa de juros acima da taxa de inflação com menor risco.

Nessa comparação instigante, há elementos de verdade, mas também vários matizes e correções importantes. Vou analisar essa questão em partes e verificar se há confronto com as afirmações da literatura *mainstream*. Cabe ver onde há concordância e onde há desacordo, e quais contraexemplos ou limitações se impõem.

Na questão proposta, há dois tipos de mecanismos de alocação de capital. Na EMC, há alocação global de capital via valores de mercado de ações, influenciado pela maximização do valor para acionistas de empresas transnacionais. Predomina renda variável, risco alto, volatilidade.

Na EEPB, há alocação via alavancagem do capital próprio com capital de terceiros, regulada pela taxa de juros básica, definida por Banco Central. Na economia brasileira, predomina a renda pós-fixada com menor risco.

A comparação se baseia em verdades, mas pode ser questionada por generalizar demais algumas hipóteses. Devo acrescentar observações de acordo com teoria e evidência empírica.

Condiz com a teoria e as evidências empíricas o chamado *shareholder value* ser adotado como imperativo dominante em muitas empresas transnacionais. A teoria do *shareholder primacy* (maximização do valor para acionistas) foi estabelecida desde os anos 1980.

### 2.

# a terra é redonda

Em consequência, decisões de investimento de longo prazo em inovação e até mesmo a negociação de salários ficariam subordinadas à política de retorno financeiro com as ações no curtíssimo ou médio prazo.

Quanto à volatilidade maior nos ativos de renda variável é consensual, na economia americana, as ações (*equities*) terem retorno médio mais alto diante títulos de renda fixa, mas apresentarem maior risco (volatilidade) de perdas. Os investidores aceitam esse risco em troca do *equity risk premium* – o retorno esperado maior associado ao risco de mercado acionário.

O papel da taxa de juros básica como instrumento de política do Banco Central é crucial, “lá e cá”, isto é, nos Estados Unidos e no Brasil. Bancos centrais têm como função definir a taxa de juros de referência (*overnight* ou similar) para controlar a demanda agregada, o crédito bancário e daí a inflação. Essa taxa afeta todos os outros juros no sistema – empréstimos, captações, títulos públicos.

Em regimes com elevada inflação ou instabilidade, juro real elevado (pós-fixado acima da taxa de inflação) se torna um meio de preservação patrimonial também. Daí a renda fixa se torna um instrumento de enriquecimento menos arriscado, com retorno previsível.

Títulos públicos, obrigações ou títulos de dívida em geral oferecem remuneração em juros fixos ou pós-fixados, e têm menor risco de grande oscilação de valor se comparados com ações. Muitas pessoas físicas ou instituições financeiras usam renda fixa para preservação de capital ou fluxo de caixa seguro, especialmente quando avessas ao risco ou quando horizonte de investimento é curto.

Onde a comparação entre EMC e EEPB falha ou é imprecisa diz respeito à “taxa de juros básica fixada arbitrariamente pelo BC” não ser totalmente arbitrária. Na maioria dos regimes, o BC ajusta taxa de juros com base em metas de inflação, expectativas, equilíbrio macroeconômico, câmbio, crescimento, desemprego.

Não seria, então, pura vontade da maioria dos membros do Comitê de Política Monetária (COPOM) por haver restrições políticas, institucionais e de credibilidade. Além disso, os porta-vozes do mercado, entre os quais o jornalismo econômico, costumam pautar e antecipar decisões do Banco Central do Brasil e incorporar expectativas no preço de ativos ou nos juros de longo prazo.

Empresas transnacionais também dependem de endividamento e de condições de juros. Mesmo em regime de *shareholder value*, muita alocação de capital se faz via emissão de dívida, interna ou externa. O custo dessa dívida depende da taxa de juros, do risco país etc.

### 3.

Assim, a EMC não funciona isoladamente da EEPB, porque há interdependência. O retorno da renda fixa também apresenta risco, especialmente devido à inflação diante juros prefixados (“eutanásia do rentista”) e risco de crédito (calote do devedor).

Se os juros nominais não compensarem a inflação esperada, ou se houver desvalorização da moeda, ou risco de *default*, a renda fixa não seria “segura”. Por exemplo, em investimentos em títulos públicos com juros prefixados de países emergentes com inflação instável, o retorno real se torna negativo.

Por isso, mesmo há diversificação entre ambos os regimes e classes de ativos. A maioria dos investidores institucionais e até de famílias ricas diversificam portfólio entre renda variável e fixa, para balancear risco-retorno.

O modelo ideal-tipo “tudo em ações” ou “tudo em títulos” raramente é seguido *in totum*. Por exemplo, nos Estados Unidos, prega-se a adoção da regra prática 60-40: diversificar a carteira de ativos com 60% em ações e 40% em títulos de renda

fixa.

Portanto, embora tenha uma lógica real na distinção apresentada, mercados de capitais enfatizam risco/volatilidade/valor de ações. Já regimes de endividamento público/bancário enfatizam juros fixos ou pós-fixados e menor volatilidade, dados os ajustes contínuos.

Em conclusão, o Banco Central não fixa juros “arbitrariamente”, o risco da renda fixa não é zero, e os dois regimes (EMC e EEPB) coexistem e interagem. A maximização do valor do acionista, a taxa básica de juros e o comportamento agregado dos investidores formam um sistema complexo – e não dicotômico puro.

**\*Fernando Nogueira da Costa** é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. Autor, entre outros livros, de Brasil dos bancos (EDUSP). [<https://amzn.to/4dvKtBb>]

---

**A Terra é Redonda existe graças aos nossos leitores e apoiadores.  
Ajude-nos a manter esta ideia.**

**CONTRIBUA**