

Por que as ações caem quando os juros sobem: um guia de fluxo de caixa descontado

A presente carta é um guia ilustrativo — o rigor aparece na progressão do raciocínio, não na complexidade gratuita.

São Paulo, 2 de fevereiro de 2022

Meus caros,

Os últimos meses têm sido intensos para os ativos de renda variável. Quem acompanha o mercado há algum tempo já se acostumou com o noticiário: empresas sendo compradas e vendidas, investidores internacionais entrando e saindo, operações da Polícia Federal nas sedes de companhias listadas. O evento do momento que tem assustado o mercado é a inflação — o aumento generalizado dos preços que pressiona margens, eleva incertezas e, no fim, muda quanto vale um negócio.

É natural imaginar que preços maiores significam custos maiores e margens mais apertadas. O que é menos imediato — e é o tema desta carta — é entender em que medida essa variação de preços impacta o valor de uma empresa. Para isso, vamos usar um exercício de matemática financeira: o cálculo dos Fluxos de Caixa Futuros Descontados, conhecido pelo acrônimo DCF (do inglês Discounted Cash Flows).

Dinheiro disponível hoje é preferível à mesma quantia no futuro. O futuro é cheio de incertezas — e é exatamente para ajustar isso que existem as taxas de desconto.

O problema: quanto vale um negócio?

É difícil determinar com precisão quanto vale alguma coisa. Existem diversas técnicas — a partir de balanços, de comparações de mercado, de múltiplos setoriais. Pelo método DCF, o mais utilizado pela academia e pelo mercado financeiro, parte-se do princípio de que um negócio vale o que ele é capaz de gerar ao longo de sua existência futura.

Três exemplos para tornar isso concreto:

- Um loteamento totalmente vendido, com recebimentos esperados ao longo de dez anos. O valor desse negócio é a projeção desses rendimentos futuros trazidos a valor presente.
- Uma empresa de software com faturamento recorrente e crescente. Uma forma de avaliá-la é projetar esse faturamento no futuro e descontá-lo para o presente.
- Um empréstimo bancário com vinte anos de parcelas restantes. O saldo devedor é, do ponto de vista da financeira, o valor presente dos pagamentos futuros.

As aspas em "trazer" são propositais. Não é imediato entender que o dinheiro no tempo tem um custo — e que esse custo deve ser levado em conta. A forma mais direta de perceber isso é reconhecer que dinheiro disponível hoje vale mais do que a mesma quantia no futuro. O futuro é incerto. Para ajustar valores futuros ao presente, usamos taxas de desconto: percentuais que reduzem aqueles valores à realidade do momento presente.

É o mesmo princípio por trás dos financiamentos, em que o valor total pago em parcelas parece muito maior do que o valor emprestado. Na verdade, o dinheiro no tempo tem um custo — e os juros expressam exatamente isso.

O método: um exercício com a empresa NOM

Digamos que somos sócios de uma empresa de tecnologia chamada NOM. Em 2021, compramos uma participação por R\$ 10 mil, estimando que ela gere R\$ 4 mil de retorno líquido ao ano pelos próximos dez anos. Em valores nominais, isso seria R\$ 40 mil — um lucro de R\$ 30 mil sobre o investimento inicial.

Mas os fluxos de caixa futuros precisam ser ajustados por uma taxa de desconto. Vamos usar 10% ao ano, que reflete uma estimativa de inflação moderada. Ao trazer esses dez anos de retorno a valor presente, o valor total da NOM em 2021 cai de R\$ 40 mil nominais para aproximadamente R\$ 27 mil. Os cinco primeiros anos sozinhos respondem por 62% desse valor.

Agora imagine que as condições mudaram. Descobrimos que a NOM precisa de mais capital, contratamos uma linha de crédito cara, e a inflação projetada de 10% ao ano se revelou muito otimista. Nesse novo cenário, a taxa de desconto sobe para 30%.

O efeito é expressivo: o valor presente da NOM cai de R\$ 27 mil para R\$ 16 mil — uma redução de 40%. E os cinco primeiros anos agora respondem por 79% do valor total. Em ambientes de maior incerteza, os fluxos de caixa mais próximos ganham ainda mais peso.

Um aumento na taxa de desconto implica valor presente menor. E, em ambientes mais desafiadores, os fluxos de caixa mais recentes ganham ainda mais peso na avaliação de um negócio.

Da teoria ao mercado: o caso da Microsoft e do risco Brasil

Trazendo o exercício para a realidade das ações, consideremos a Microsoft (MSFT). Em cerca de um ano, a ação saiu de US\$ 240 para uma máxima de US\$ 341 — valorização de quase 40% — e depois corrigiu aproximadamente 10% em apenas um mês. Quem acompanha o dia a dia do mercado poderia dizer que a empresa "perdeu valor". Mas o que mudou, de fato?

Nada de essencial. Os resultados da Microsoft seguiram superando as estimativas do mercado ao longo de 2021. O faturamento saltou de US\$ 110 bilhões para US\$ 165 bilhões. A receita líquida cresceu de US\$ 20 bilhões para US\$ 60 bilhões. As perspectivas de novas linhas de negócios seguiram firmes.

A queda da cotação refletiu condições de mercado, humor dos investidores e, principalmente, uma mudança na taxa de desconto aplicada às expectativas futuras — não uma deterioração dos fundamentos da empresa. Assim como na NOM: quando o ambiente fica mais desafiador, o mercado exige uma taxa de desconto maior, e o valor presente dos fluxos futuros cai, mesmo que o negócio em si não tenha piorado.

No Brasil, esse fenômeno é medido pelo Prêmio de Risco de Mercado — a taxa adicional que os investidores exigem para alocar recursos no país em vez de aplicar em ativos considerados seguros. Historicamente, essa taxa ficou em torno de 11% ao ano. No fim de 2021, ela chegou a 18% — refletindo incertezas fiscais, eleições, inflação e o ambiente pós-pandemia.

Não é absurdo imaginar que a taxa oscile entre 10% e 30% dependendo do momento. E cada ponto percentual nessa taxa tem impacto direto no valor presente de todos os negócios avaliados no país.

Implicações práticas

Há uma notícia boa nesse exercício — e ela vale como ponto de chegada desta carta: as grandes variações nas taxas de desconto e no prêmio de risco tendem a ter curta duração. O mercado se ajusta, as expectativas se reorganizam, e os investidores atentos às assimetrias criadas por esses momentos de exagero tendem a se posicionar bem.

A variação vai nos dois sentidos: para cima e para baixo. O que define o resultado de longo prazo não é evitar a oscilação — isso é impossível —, mas interpretar cada movimento com o contexto certo: o que mudou nos fundamentos, o que mudou apenas no humor do mercado, e o que fica como oportunidade para quem tem horizonte.

Este foi o exercício mais denso que já se escreveu por aqui. Esperamos que a NOM tenha sido uma boa companhia ao longo do caminho.

Antonio Bruno Alves

Nômeno

antonio@nomeno.com.br · nomeno.com.br

Aviso regulatório

As informações apresentadas nesta carta possuem caráter exclusivamente informativo e educacional. Elas não constituem oferta, solicitação de oferta, recomendação individualizada, consultoria de valores mobiliários, análise de valores mobiliários, administração de carteira ou garantia de rentabilidade.

As decisões de investimento são de responsabilidade exclusiva do investidor e devem considerar seus objetivos, situação financeira, conhecimento, experiência, horizonte de investimento e tolerância a riscos. Produtos de investimento podem envolver riscos, inclusive perda parcial ou total do capital investido. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.

A NÔMENO Assessor de Investimentos Ltda., inscrita sob o CNPJ nº 38.201.032/0001-28, é uma empresa de assessoria de investimento devidamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na forma da Resolução CVM 178. Atua no mercado financeiro como preposto do Banco BTG Pactual S/A, o que pode ser verificado através do site da ANCORD (<https://www.ancord.org.br/certificacao-e-credenciamento/>) ou através do site da Necton Investimentos (<https://www.necton.com.br/seja-parceiro/>).

Razão social: NÔMENO Assessor de Investimentos Ltda. · CNPJ: 38.201.032/0001-28 · Intermediário: Banco BTG Pactual S/A · Site: nomeno.com.br