

# Títulos bancários acompanham a poupança na valorização real

por Ângela Bittencourt  
de São Paulo

Mesmo oscilando ao sabor de mudanças no indexador da economia, o certificado de depósito bancário (CDB) pós-fixado conseguiu fechar 1987 como uma das aplicações financeiras mais rentáveis em termos reais.

O CDB indexado foi favorecido em 1987 pela decisão do governo — adotada em outubro de 1986 — de utilizar a Letra do Banco Central (LBC) como indexador dos contratos financeiros.

O descolamento entre a variação da LBC e a inflação em alguns meses do ano foi decisivo para engordar a rentabilidade dos títulos bancários. A defasagem entre a inflação e a LBC, nesse caso a favor da inflação — particularmente no mês de junho, quando o índice oficial de preços considerado de transição para o Plano Bresser foi de 26,06% e a LBC de 18,02% —, não foi suficiente, contudo, para anular os ganhos obtidos ao longo do ano.

Evidente que os aplicadores que compraram CDB em junho e não conservaram esse investimento através de renovações acabaram perdendo dinheiro, mas no acumulado do ano o CDB pós-fixado foi indiscutivelmente a melhor aplicação financeira depois da caderneta de poupança.

Isso porque, a exemplo da caderneta, o CDB indexado obteve uma espécie de seguro contra a inflação, embora não tão eficiente quanto a caderneta.

## GANHOS

A possibilidade de obter ganhos extraordinários com CDB pós-fixado acabou a partir de outubro último, quando o Banco Central decidiu mudar, novamente, o indexador dos contratos financeiros colocando a OTN no lugar da LBC, que voltou a ocupar seu posto tradicional e de onde nunca deveria ter saído, de instrumento de política monetária.

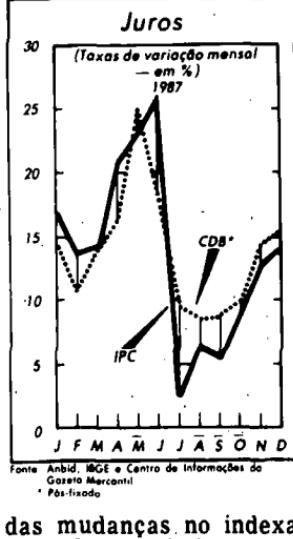
Neste início de 1988 o quadro não revela grandes alterações. O sistema bancário não acredita em retomada aquecida de investimentos, que poderia gerar demanda maior por dinheiro e pressionar as taxas de juro.

Se existir alguma pressão, ela tende a ficar restrita ao início do mês, ponderam operadores, na medida em que o sistema como um todo enfrentará um processo de pesados resgates de títulos que deverão ser rolados.

Como os investidores estão retraídos, nada garante que os bancos terão acesso à massa de dinheiro necessária para fazer toda a rolagem e, nesse caso, será natural um aumento na taxa de juro como forma de atrair novos aplicadores.

## NÍVEIS HISTÓRICOS

Não se acredita, contudo, que qualquer aumento na demanda por dinheiro ou na venda de títulos possa puxar os juros a níveis históricos. Em 1987, a despeito



Fonte: Anbid, IBGE e Centro de Informações do Jornal Mercantil

das mudanças no indexador e da própria intranquiilidade quanto à economia no geral e às regras do mercado financeiro em particular, a remuneração dos títulos bancários pós-fixados oscilou de 9 a 26% ao ano, não atingindo 30%.

É certo que contribuiu para "segurar" as taxas o já azeitado mercado interbancário, que se transformou em alternativa principal de captação para as instituições financeiras durante este ano (ver matéria sobre Interbancário e Futuros).

Fator adicional para a estabilidade moderada dos juros indexados foi a baixa demanda por crédito — notadamente no segundo semestre do ano — quando principalmente as empresas de grande porte passaram a contratar operações por curto prazo, usando como "funding" recursos originados de repasses interbancários.

## CARTEIRA ROTATIVA

Na ponta do aplicador, durante os primeiros meses de 1987, grandes empresas não hesitaram em aproveitar a vantagem de a LBC superar a inflação e se apressaram em formar carteiras rotativas de CDB, de forma a garantir vencimentos quase todas as semanas e com rentabilidades extraordinárias.

No segundo semestre, contudo, a aproximação da LBC à taxa de inflação e a perspectiva — confirmada em outubro — de a OTN voltar a ser o indexador dos títulos roubou do CDB a antiga atração. Os grandes investidores acabaram mudando a rota para o curto prazo, preferindo comprar Letras do Banco Central por um dia ("overnight").

Enquanto os papéis indexados à LBC e posteriormente à OTN ganhavam a atenção dos investidores, graças ao "seguro" contra a inflação, os papéis prefixados — cuja remuneração embute a estimativa inflacionária — viveram possivelmente seu pior ano.

Em 1987, os certificados de depósito bancário (CDB) e letras de câmbio prefixados registraram altas recordes, sendo negociados com juros históricos. Em fevereiro, a expectativa inflacionária jogou as taxas para o alto. Elas atingiram 800% brutos ao ano e levaram o Banco

Central a solicitar ao mercado que os títulos passassem a ser cotados ao mês e não ao ano como se vinha praticando nos últimos anos.

A tentativa de disfarçar a expectativa inflacionária do mercado não deu certo, pois instituições e investidores resistiram a adotar a cotação mensal e com isso evitar jogar para o futuro (um ano) a estimativa pessimista sobre o descontrole de preços na economia.

Sem sucesso no pleito, o governo foi além e ameaçou suspender a emissão de títulos prefixados causando um reboliço no mercado, especialmente junto a financeiras que têm nos títulos prefixados seu principal instrumento de captação de recursos. Essa ameaça, que não foi concretizada, acabou esfriando os negócios, matando o embrionário mercado futuro de CDB, mas provocou uma queda também histórica das taxas que mergulharam 400 pontos de um só fôlego, logo após o Carnaval de 1987.

## VOTO DE CONFIANÇA

Para proteger um instrumento de captação o mercado preferiu dar um voto de confiança ao governo de que a inflação poderia entrar nos eixos e ser mantida sobre controle.

Nada disso aconteceu e rapidamente os juros prefixados voltaram a subir atingindo 900% ao ano em maio. Quem não acreditou no sentimento do mercado se deu mal porque os juros recordes, a falta de negociação com os papéis e um início de concentração de recursos no mercado aberto apenas sinalizaram a necessidade — confirmada — de um novo choque na economia. Foi feito o Plano Bresser, em 12 de junho, produzindo uma nova queda vigorosa das taxas de juros.

Avinhando uma inflação mínima para julho (ela ficou em 3,05%) o juro prefixado caiu para 150% ao ano, mas se tivesse sido mantido em 900% não atrairia da mesma forma os investidores, porque o receio já não era mais de perda de rentabilidade por causa da inflação alta, mas sim devido à aplicação da tablita de deflação.

A tablita, velha conhecida do Plano Cruzado, desta feita foi aprimorada e a equipe Bresser Pereira admitiu suas aplicações apenas sobre os juros prefixados, protegendo o principal de recursos aplicado pelo investidor. Isso não ocorreu em 1986 com o Plano Cruzado, cuja tablita de deflação "comeu" inclusive parte do principal, surpreendendo muita gente.

Agora, no final de 1987, o desapontamento com as perdas e o receio de que ele pudesse repetir-se continuou afetando os negócios com títulos prefixados, a despeito de eles pagarem juros muito compensadores. Pior efeito a tablita de deflação indiretamente causou sobre a atividade das financeiras. Nesse segmento do mercado de crédito, a atividade foi drasticamente deprimida, na medida em que os tomadores de recursos não aceitam a contratação de financiamentos com juros pós-fixados. E a ausência de "funding" prefixado apenas gerou maior concentração de demanda no interbancário ou, ainda, um perigoso descasamento de moeda, pois, para salvar seus negócios, não faltou instituição disposta a comprar dinheiro do aplicador pagando juros pós-fixados e a emprestar cobrando taxa prefixada.

## TAXA ANBID \*

1987

Data	Prefixada efetiva/mês	Pós-fixada ao ano
Janeiro	14,1244	—
Fevereiro	18,3517	22,51
Março	16,6660	29,07
Abri	16,6347	20,92
Maio	19,0224	18,55
Junho	—	15,70
Julho	—	10,81
Agosto	—	8,53
Setembro	—	11,48
Outubro	—	14,46
Novembro	—	19,44
Dezembro	—	—

\* Média mensal/prazo de 60 dias.

Fonte: Anbid.