

Para pensar

Edição 2: O uso do “% do CDI” como medida de retorno

Desta vez falaremos um pouco sobre o CDI. Pretendemos, além de emitir nossa opinião sobre o uso deste indicador, tentar responder às seguintes perguntas: o que é o CDI? Como ele é definido? O que significa “100% do CDI”? Por que esta nomenclatura é tão usada?

CDI é a taxa de juros que um banco cobra do outro para empréstimos (os chamados Certificados de Depósito Interbancário). A taxa mais utilizada é a que vale para apenas um dia (*overnight*) e é sempre expressa de forma anualizada: 10%a.a., 15%a.a. e assim por diante. Em tese, o CDI (a taxa) pode oscilar todos os dias, mas na prática ele muda apenas quando o do Comitê de Política Monetária (COPOM)¹ altera a taxa SELIC.

Muitos se confundem quando os resultados de seus investimentos (fundos, CDBs ou portfólios) são expressos em % do CDI²: “o fundo rendeu 112% do CDI”, “o CDB do banco X paga 99% do CDI”. Se o CDI é uma taxa de juros medida em percentual, como podemos falar em um percentual de outro percentual? Esta convenção tem um propósito claro: comparar a eficiência dos investimentos, independentemente do período que se esteja analisando. Vejamos como isso é feito.

	Rendimento Nominal (a)	Inflação (b)	Rendimento³ Real (c) =(a)-(b)	CDI no período (d)	% do CDI (e)=(a)/(d)	CDI + (f)=(a)-(d)
Ano 1	11%	6%	5%	11%	100%	0%
Ano 2	10%	4%	6%	9%	111%	1%

Suponha que um portfólio tenha rendimento, num determinado ano, de 11%, como mostrado no “Ano 1”, coluna (a). No ano seguinte (Ano 2), esse portfólio rende 10%. A performance do Ano2 foi pior, certo? Não necessariamente! Um rendimento de 11% num ano com inflação de 6% é pior do que um rendimento de 10% num ano em que a inflação foi de 4%. No Ano1, o chamado “rendimento real” é de 5% (=11% de juros - 6% de inflação), portanto mais baixo do que o rendimento real do Ano2, que é de 6% (=10% de juros – 4% de inflação).

Se já seria suficiente (e para alguns até muito mais “correto”) dizer “6% + inflação é melhor do que 5% + inflação”, por que não paramos por aí?

¹ O COPOM toma decisões sobre a taxa Selic, que é a taxa que remunera os títulos públicos mas o CDI acaba acompanhando a Selic.

² Para evitar confusões, vale reforçar a diferença entre CDB, ou Certificado de Depósito Bancário, que é uma alternativa de investimentos e CDI, que é a taxa de juros usada entre os bancos.

³ Este cálculo é apenas uma aproximação para facilitar o raciocínio.

Primeiramente porque “inflação” é um termo muito menos preciso do que parece – existem diversos índices que medem a inflação⁴. Assim, ter-se-ia que dizer, por exemplo, “Inflação medida pelo IGP-M + 5%” ou “inflação medida pelo IPC-A + 4%”. Pela falta de consenso sobre qual o índice de inflação mais apropriado para este fim, o chamado retorno real não é muito utilizado no Brasil.

Em segundo lugar, porque a taxa real de juros (descontada a inflação) oscilou muito ao longo do tempo. Medida pelo IPC-A (temos que escolher um índice, então foquemos naquele que rege a meta oficial perseguida pelo Banco Central), ela estava ao redor de 15% entre 1997 e 1999, 10% entre 2000 e 2002, e deve fechar 2010 ao redor de 5%. Significa dizer que um investidor que aplicou apenas em títulos do Tesouro - o investimento mais seguro disponível no Brasil – conseguiu rendimentos ao redor de inflação + 15% em 1998, inflação + 10% em 2001 e algo como inflação + 6% em 2010.⁵ Como fazer para comparar o valor agregado por um gestor no ano de 1998 com aquele de 2010? Para isto não basta usar a inflação, já que, em termos relativos, obter retorno de inflação + 8% foi muito fácil em 1998 e muito difícil em 2010⁶, já que os juros reais foram respectivamente de 15% e 6%.

Criou-se assim uma cultura em que muitos investimentos, inclusive os CDBs e títulos públicos, são oferecidos ao público com taxas que oscilam com o juro de curto prazo. É aí que entra o CDI.

Como os grandes investidores têm a opção de investir recursos praticamente sem risco⁷ numa aplicação que rende CDI (com a “garantia” de que será um resultado superior ao da inflação, seja qual ela for), esta passou a ser a linha de comparação - o rendimento com o qual qualquer outro pode ser comparado, inclusive entre anos tão diversos quanto 1998 e 2010. Para que um gestor agregue valor ao longo do tempo, ele deve bater esta referência. Ou seja, quanto maior for seu rendimento acima do CDI, melhor foi sua eficiência.

Portanto, uma boa forma de se comparar a rentabilidade dos investimentos é usar o CDI como parâmetro. Mas é muito mais difícil apresentar um resultado, por exemplo de “CDI +2%a.a” quando o CDI está em 10% do que quando o CDI está em 20%. Portanto, como medida de performance de gestores e de investimentos em geral, costuma-se usar o “% do CDI” como uma medida de eficiência. No primeiro caso, o resultado equivale a 120% do CDI (=12%/ 10%). No segundo, o retorno equivale a 110% do CDI (=22%/20%). Em outras palavras, a “eficiência” do gestor foi maior (120% do CDI) no primeiro ano do que no segundo (110% do CDI).

⁴ IPC-A, IGP-M, INCC, INPC, IPA são alguns exemplos.

⁵ Aproximações boas o suficiente para os objetivos deste documento.

⁶ Considerando-se o mesmo nível de risco.

⁷ Títulos do Tesouro atrelados à Selic (e conseqüentemente ao CDI), não carregam risco de crédito privado, nem o chamado risco de mercado, além de permitir liquidez diária.

Apesar de servir a um propósito claro, se mal utilizado, o “% do CDI” pode causar problemas: o primeiro deles é que esta medida é suficiente apenas para comparações entre ativos com o mesmo nível de risco. Para se dizer que um ativo ou gestor foi melhor do que outro, temos que analisar os riscos dos mesmos. Não é justo dizermos que um gestor foi melhor do que outro apenas analisando sua performance. Isso pode ocorrer simplesmente porque o risco de um é maior do que o do outro.

Além disso, é importante lembrar que 1% do CDI, no nível atual de juros, significa apenas 0,11%a.a.. Portanto, apesar de 99% do CDI ser pior do que 100% do CDI, o efeito desta diferença é muito pequeno, mesmo para valores elevados de aplicação. Para um investimento de R\$ 1 milhão, esta diferença representa ao redor de R\$ 1 mil por ano após impostos. Por mais que se deva buscar sempre a máxima eficiência, é importante pensar na alocação global do patrimônio como um todo antes de se “perder” muita energia para ganhar 1% do CDI a mais em uma pequena parte dele.

Por último, nunca é demais repetir que “performance passada não necessariamente significa rendimento futuro”. É muito provável que os juros reais continuem caindo no Brasil, em direção a níveis mais baixos, convergindo para a média internacional. Ou seja, o CDI deve cair ao longo dos próximos anos. Se isso acontecer, mesmo investimentos muito eficientes, que rendam ao redor de 100% do CDI, acumularão ganhos reais (descontada a inflação) menores do que os do passado recente. A época em que bastava aplicar tudo em CDI obtendo retornos altos está com os dias contados.