

Fundos de investimento e o Brasil em 2019

Claudia Emiko Yoshinaga¹

Ricardo Ratner Rochman²

William Eid Junior³

Nossa indústria de fundos de investimento continua com o vigor de sempre. Em 2018, o crescimento do patrimônio líquido (PL) da indústria foi de 7,30% em termos reais, considerando a inflação medida pelo IPCA/IBGE. Um crescimento muito grande, principalmente levando em conta que a expansão da economia

foi pouco superior a 1% no ano passado.

Mas, mais interessante que o crescimento global da indústria, é o crescimento por classe de fundos. Descontando a variação do benchmark da categoria e da inflação, o patrimônio total dos fundos de renda fixa caiu 3,40%. Ações apresentaram um crescimento de 11,80%; cambiais,

¹Professora Assistente e Coordenadora do Centro de Estudos em Finanças da Escola de Administração de São Paulo da FGV

²Professor e Coordenador do Mestrado Profissional em Economia da Escola de Economia de São Paulo da FGV

³Professor Titular e Coordenador do Centro de Estudos em Finanças da Escola de Administração de São Paulo da FGV



Investment funds and Brazil in 2019

Our investment fund industry continues with the same vigor as ever. In 2018, assets under management (AuM) growth was 7.30% in real terms, considering the inflation measured by the IPCA/IBGE. A comprehensive growth, especially considering that the expansion

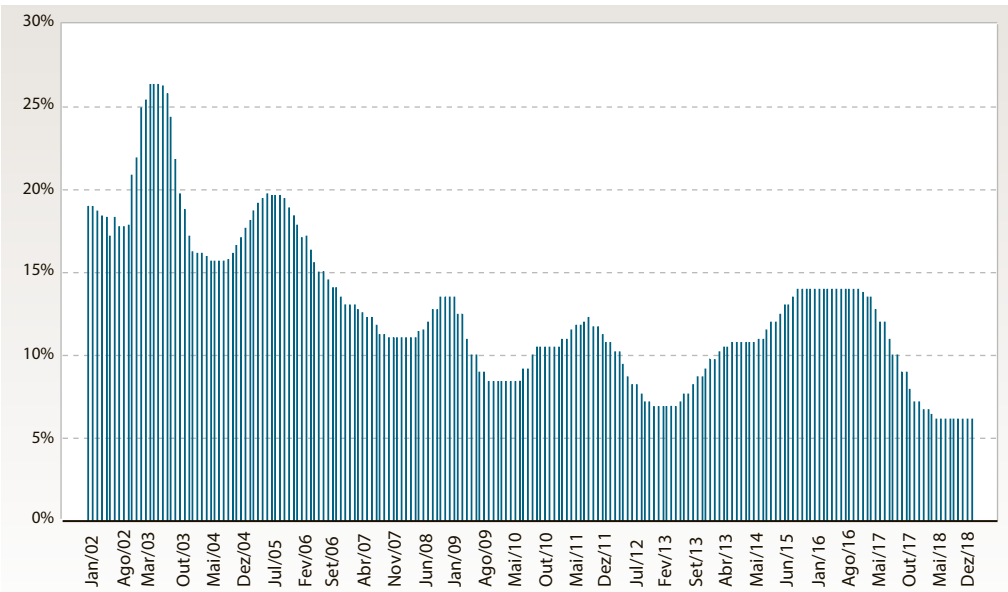
of the economy was little more than 1% last year.

But, more interesting than the industry's overall growth, is growth by fund class. Discounting the variation of the category benchmark and inflation, the total equity of fixed income funds fell 3.40%. Stocks increased by 11.80%; 15.90%, and finally, the

hedge funds approximately 2%. In the latter case, the analysis is more complicated since we do not have a defined benchmark. We use a composition of benchmarks.

The result is amazing. We observed the growth of the higher risk classes, in detriment of the traditional Fixed Income.

Gráfico 1 Evolução da taxa SELIC
Chart 1 Evolution of the SELIC rate



de 15,90% e, finalmente, os multimercados, de 2% aproximadamente. Neste último caso, a análise é mais complicada dado que não temos um benchmark definido. Usamos uma composição de benchmarks.

O resultado é surpreendente. Observamos o crescimento das classes com maior risco, em detrimento da tradicional renda fixa.

Os investidores que fizeram a migração foram em parte atraídos pelo crescimento do IBOVESPA no período, de 15,03% e da valorização do dólar de 17,83%. Mas também podemos debitar esse crescimento dos investimentos em maior risco à queda das taxas de juros. A SELIC está abaixo dos dois dígitos desde agosto de 2017, portanto

há mais de um ano e meio. Observando o gráfico da SELIC vemos que desde 2002 tivemos só dois períodos com juros abaixo de 10%, em 2009 que durou 10 meses e 2012/2013 com duração de 22 meses.

Mas mesmo nesses períodos a taxa mínima não se igualou aos atuais 6,50%. Podemos inferir que parte do apetite por ativos

de maior risco vem dessas taxas baixas. Afinal, com base nos dados atuais, a taxa real de juros fica próxima dos 2,5%. Então, tanto a taxa nominal como a real estão muito baixas sob a ótica dos brasileiros, acostumados com o mítico 1% ao mês.

É claro que a continuidade desse ciclo de taxas baixas depende de uma série de fatores, em particular das tão necessárias reformas que se concretizadas, vão dinamizar nossa economia.

E aí podemos esperar um ainda maior crescimento das classes de fundos com maior risco, assim como também mais inovação na indústria, com produtos mais sofisticados. E claro, aumento nos investimentos no exterior, que continuam muito baixos. O home bias do brasileiro é exagerado. Mas se as taxas permanecerem baixas, elas estarão alinhadas com as obtidas no exterior. Nesse caso teremos sim um acréscimo substancial nos investimentos no exterior. E

vamos nos aproximar um pouco mais do padrão da indústria global de gestão de recursos.

Segundo os dados da ANBIMA de dezembro de 2018, mais de 44% dos recursos investidos em fundos estavam alocados em renda fixa, o que ainda destoa muito do resto do mundo, que aloca aproximadamente 21% dos seus recursos nesta classe de ativos (ICI Factbook, 2018). Merece destaque, entretanto, a redução de investimentos em renda fixa no Brasil de 2017 para 2018 de 46,2% para 44,3%, em resposta a este período de taxa SELIC mais baixa apresentado no gráfico. Em valores nominais, esta redução é reflexo de uma captação líquida dos fundos de renda fixa de quase R\$12 bilhões de reais em 2018.

A Tabela 1 apresenta a distribuição do volume de recursos nos fundos de investimento no Brasil de 2016 a 2018, por classe de ativo. A redução dos investi-

Tabela 1 Distribuição do PL investido em fundos por classe de ativo
Table 1 Distribution of AuM invested in funds by asset class.

	2016	2017	2018
Renda Fixa/ <i>Fixed Income</i>	48 1%	46 2%	44 3%
Multimercados/ <i>Hedge Funds</i>	19 2%	20 4%	21 1%
Previdência/ <i>Pension</i>	17 7%	17 6%	17 5%
Estruturados/ <i>Structured</i>	9 4%	9 1%	9 3%
Ações/ <i>Stocks</i>	4 3%	5 5%	6 6%
Exterior/ <i>Foreign</i>	1 0%	1 0%	0 9%
ETF	0 1%	0 2%	0 2%
Cambial/ <i>Foreign Exchange</i>	0 1%	0 1%	0 1%

Fonte/Source: ANBIMA

Investors who migrated were in part attracted by the growth of the IBOVESPA in the period, of 15.03% and the appreciation of the dollar of 17.83%. But we can also debit this investment growth at greater risk to lower interest rates. SELIC has been below double digits since August 2017, so it's been over a year and a half. Looking at the SELIC chart we see that since 2002 we had only two periods with interest below 10%, in 2009 that lasted 10 months and 2012/2013 with a duration of 22 months.

But even in those periods the minimum rate did not equal the current 6.50%. We can infer that part of the appetite for higher risk assets comes from these low rates. After all, based on

current data, the real interest rate is close to 2.5%. So, both the nominal and the real rate are very low from the point of view of the Brazilians, accustomed to the mythical 1% per month.

It is clear the continuity of this cycle of low rates depends on a series of factors, the much-needed reforms that have been implemented will boost our economy.

And then we can expect even greater growth in the higher-risk classes of funds, as well as more innovation in the industry with more sophisticated products. Of course, increased overseas investments, which remain very low. The home bias of the Brazilian is exaggerated. But if rates remain low, they will be in line with those obtained abroad. In

this case, we will have a substantial increase in investments abroad. And let's get a little closer to the standard of the global resource management industry.

According to data from ANBIMA in December 2018, more than 44% of funds invested in funds were allocated in fixed income, which still discourages much from the rest of the world, which allocates approximately 21% of its resources in this asset class (ICI Factbook, 2018). However, the reduction in investments in fixed income in Brazil from 2017 to 2018, from 46.2% to 44.3%, in response to this lower SELIC rate period is highlighted. At nominal values, this reduction reflects the net funding of fixed income funds of

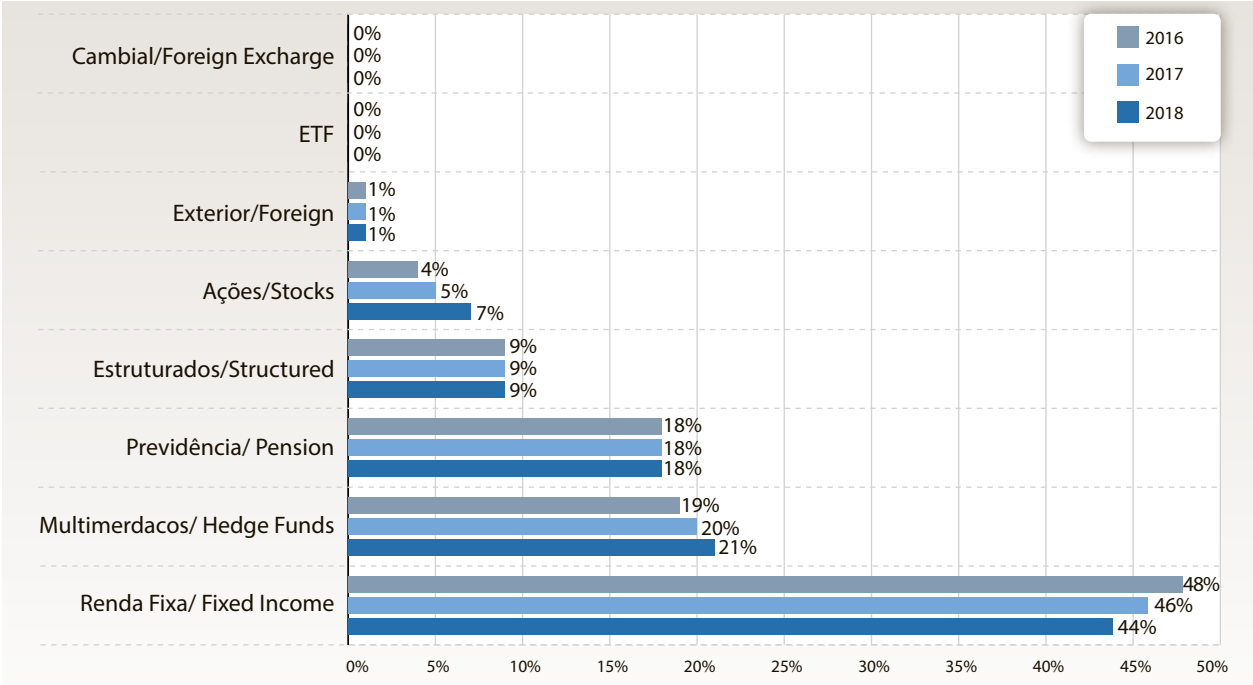
nearly R\$ 12 billion in 2018.

Table 1 shows the distribution of the volume of funds in the investment funds in Brazil from 2016 to 2018, by asset class. The reduction of investments in fixed income is a reaction of investors seeking higher rates of return, which is confirmed by the increased representativeness of investments in hedge funds and stocks. These two classes have been increasing their representativeness in the investment volume of Brazilian funds consistently in the last two years, with net funding of R\$ 27.7 billion in stocks and almost R\$ 45 billion in hedge funds.

However, there is still a lot of room in terms of increasing the representativeness of these categories, especially the variable



Gráfico 2 Patrimônio líquido dos fundos de investimentos brasileiros
Chart 2 Net worth of Brazilian investment funds.

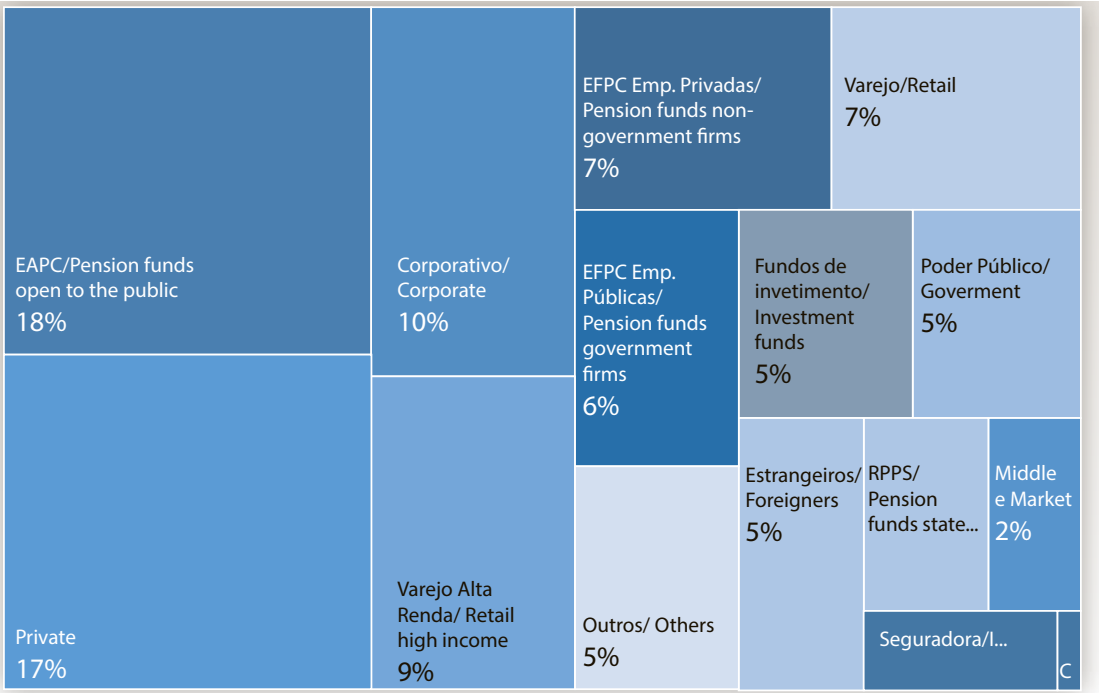


mentos em renda fixa é uma reação dos investidores em busca de maiores taxas de retorno, o que é confirmado pelo aumento da representatividade dos

investimentos em fundos multimercados e de ações. Estas duas classes vêm aumentando a sua representatividade no volume de investimento dos fundos bra-

sileiros consistentemente nos últimos dois anos, com captações líquidas de R\$27,7 bilhões em ações e quase R\$45 bilhões em multimercados.

Gráfico 3 Patrimônio líquido dos fundos de investimentos brasileiros
Chart 3 Net worth of Brazilian investment funds.



Mas ainda há muito espaço em termos de aumento em representatividade destas categorias, especialmente a de renda variável. A critério de comparação, os

dados do Investment Company Institute – ICI, apontam que a categoria de ações representa globalmente 44% do volume investido, o que é mais de 6,6 vezes a

parcela brasileira. Considerando o porte relativamente pequeno da bolsa de valores brasileiras em relação ao patrimônio total dos fundos de investimentos,



income category. By comparison, data from the Investment Company Institute (ICI) indicate that the share class represents 44% of the volume invested, which is more than 6.6 times the Brazilian share. Considering the relatively small size of the Brazilian stock exchange in relation to the total equity of the investment funds, one solution to the problem of the industry's capacity is to increase the share of investments in assets abroad. CVM Instruction 555/2014 authorizing the application in assets abroad was a first step for the Brazilian market to seek greater exposure to foreign assets through the Brazilian funds industry. Of course, this growth should still break the barrier of the investor's bias of essentially seeking domestic assets.

Another category that deserves special mention is social security. With the pension reform in question in recent years, pension funds have maintained their representation around 17.5% of AuM. In December 2018, more than R\$ 808 billion were invested in private pension funds, reflecting investors' concerns about preparing for retirement. The structured funds, which include: (i) real estate investment funds (FII), (ii) investment funds in credit rights (FIDC) and (iii) private equity funds (FIP) have also increased their years. In December 2009, structured funds did not account for more than 5.7% of the funds invested in the Brazilian market. The downward trend in interest rates since 2017 and the

growth of new means of distributing funds and financial products, such as digital platforms and smartphone applications, have contributed to the growth of investor demand for investment funds with differentiated strategies, and boosted the launch of innovative and lower-cost products by the fund industry as well as the emergence of new asset managers that could have a lower administrative and distribution structure due to the services provided by digital platforms. This is evidenced by the increase in stock and hedge funds raised in 2017 and 2018, with funds that migrated from traditional fixed income funds, which gradually lost interest due to the reduction of interest rates in the Brazilian market, and motivated increase

in risk appetite in Brazilian investors. This trend is expected to continue in 2019 and 2020, especially if the fiscal policy of the Brazilian government is balanced and foreign investment is resumed. Despite the innovations, Brazilian investors still direct the allocation of their resources by looking in the rear-view mirror, that is, based on the past performance of the main reference indices of the Brazilian market (e.g. IBOVESPA). The lack of proper financial education is the main reason for such behavior, which means that fixed income funds still account for approximately 45% of the AuM of the mutual fund industry. The awareness of the new generations of the importance of personal financial management,

uma solução para o problema de capacidade da indústria é o aumento da parcela de investimentos em ativos no exterior. A Instrução CVM 555/2014 autorizando a aplicação em ativos no exterior foi um primeiro passo para o mercado brasileiro buscar maior exposição a ativos estrangeiros por meio da indústria de fundos brasileira. Claro que este crescimento ainda deve romper a barreira do viés do investidor de buscar essencialmente ativos domésticos.

Outra categoria que merece destaque é a previdência. Com a reforma da previdência em pauta nos últimos anos, fundos de previdência vêm mantendo a sua representatividade em torno de 17,5% do PL. Em dezembro de 2018, mais de R\$ 808 bilhões estavam investidos nos fundos de previdência privada, refletindo as preocupações dos investidores em se preparar para a aposentadoria.

Os fundos estruturados, que contemplam: (i) fundos de investimento imobiliários (FII), (ii) fundos e investimento em direitos creditórios (FIDC) e (iii) fundos de investimento em participações (FIP) também têm aumentado sua representatividade ao longo dos anos. Em dezem-

bro de 2009, os fundos estruturados não concentravam mais de 5,7% dos recursos investidos no mercado brasileiro.

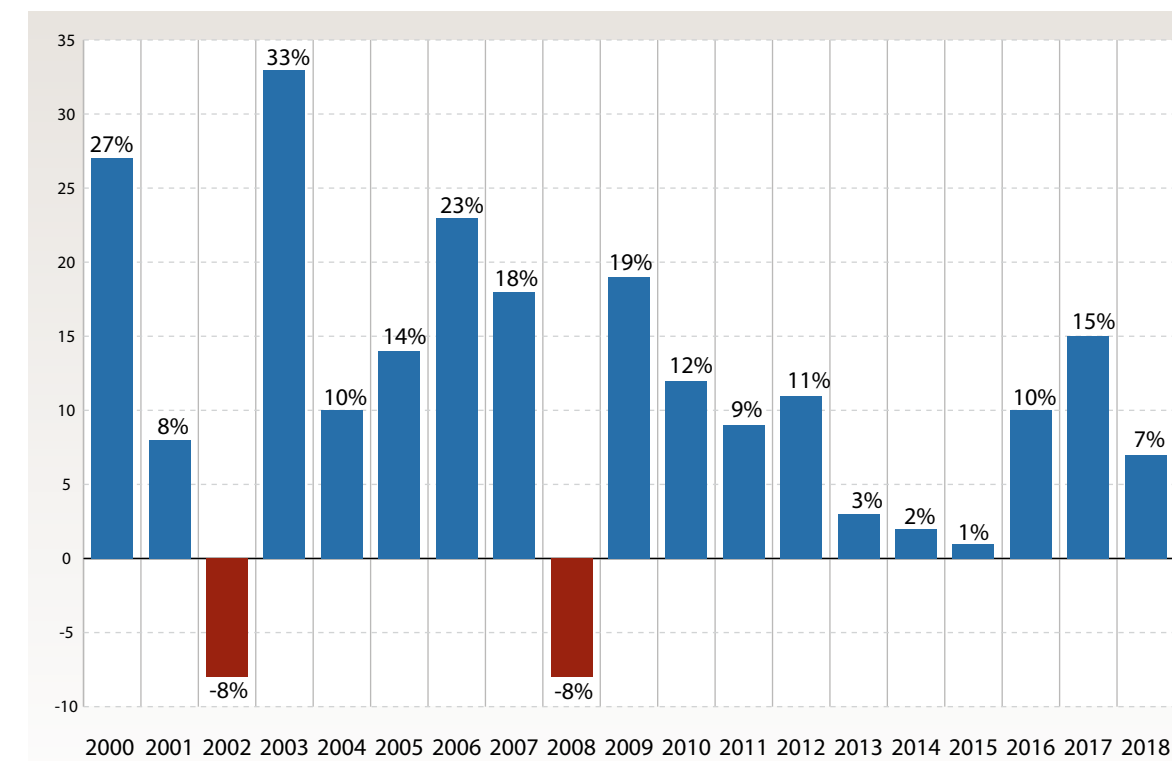
A tendência de queda dos juros a partir de 2017, e o crescimento de novos meios de distribuição de fundos e produtos financeiros, como as plataformas digitais e aplicativos de smartphones, contribuiu com o crescimento da demanda do investidor por fundos de investimentos com estratégias diferenciadas, e impulsionou o lançamento de produtos inovadores e de menor custo pela indústria de fundos bem como o surgimento de novas gestoras de ativos, que poderiam ter uma estrutura administrativa e de distribuição menor devido aos serviços prestados pelas plataformas digitais. Isto é percebido pelo aumento

na captação de fundos de ações e multimercados em 2017 e 2018, com recursos que migraram dos fundos de renda fixa tradicionais, que aos poucos vem perdendo atratividade em função da redução das taxas de juros no mercado brasileiro, e motivaram o incremento no apetite pelo risco nos investidores brasileiros. Tendência que deverá continuar em 2019, e 2020, principalmente se a política fiscal do governo brasileiro for equilibrada, e o investimento externo for retomado.

Apesar das inovações, os investidores brasileiros ainda dirigem a alocação dos seus recursos olhando no retrovisor, ou seja, com base no desempenho passado dos principais índices de referência do mercado brasileiro (ex. IBOVESPA). A falta de uma educação financeira apro-

Em dezembro de 2018, mais de R\$ 808 bilhões estavam investidos nos fundos de previdência privada, refletindo as preocupações dos investidores em se preparar para a aposentadoria.

Gráfico 4 Crescimento real da indústria de fundos brasileira deflacionado pelo IPCA
Chart 4 Real growth of the Brazilian funds industry deflated by IPCA



priada é a principal razão para tal comportamento, que faz com que os fundos de renda fixa ainda representem aproximadamente 45% do PL da indústria de fundos. A conscientização das novas gerações da importância da gestão financeira pessoal, da formação de poupança para o futuro, e a compreensão de que a era da rentabilidade que vinha

fácil por investimento em renda fixa acabou, permitirão um desenvolvimento e sofisticação cada vez maior de produtos de investimentos e do mercado brasileiro.

E temos também os ETFs como estrelas em ascensão. O lançamento dos ETFs de renda fixa no segundo semestre de 2018 promete ser uma alterna-

tiva atraente para os investidores, especialmente os de varejo. Considerando que o investidor no Brasil ainda tem uma ampla preferência por investimentos em renda fixa, um ETF que siga um índice de renda fixa pode, sem dúvidas, alavancar o crescimento desta categoria de investimento. A grande vantagem para o investidor, no caso de

the formation of savings for the future, and the realization that the era of profitability that was easy for fixed income investment is over, will allow for an ever-increasing development and sophistication of the Brazilian market.

And we also have ETFs as rising stars. The launch of fixed-income ETFs in the second half of 2018 promises to be an attractive alternative for investors, especially retail investors. Considering that the investor in Brazil still has a wide preference

In December 2018, more than R\$ 808 billion were invested in private pension funds, reflecting investors' concerns about preparing for retirement.

for investments in fixed income, an ETF that follows a fixed income index can undoubtedly leverage the growth of this category of investment. The great advantage for the investor, in case of applying in ETFs, is the low cost of this category. Mirae Asset ETF has a management fee of 0.30% per year and the ETF managed by Itaú Asset will have a rate of 0.25%, which is lower than the custody rate charged for investments in the Treasury Direct. Another aspect that can count favorably for

fixed income ETFs is their taxation. Unlike other investments in fixed income whose income tax rate is regressive according to the application time, fixed income ETFs will have a single rate of 15%. In a market with lower rates, the quest for greater profitability through tax savings or even lower administration fees is an increasingly strong trend.

So, we are convinced that the fund industry will continue its upward trajectory, as it has for most of the current century.

The average growth during this century was 10.86% per year! Our industry AuM only displayed a decrease in moments of very serious crisis, as in 2002 and 2008. In other years, the evolution was always positive. Better, if Brazil presents economic recovery, the performance of the fund industry will be even better. Not only in volume, but also and especially in variety and quality of products. This is accompanied by the evolution of the Brazilian as an investor!

aplicar em ETFs, está no baixo custo desta categoria. O ETF da Mirae Asset tem taxa de administração de 0,30% ao ano e o ETF gerido pela Itaú Asset terá uma taxa de 0,25%, o que é menor que a taxa de custódia cobrada para investimentos no Tesouro Direto. Outro aspecto que pode contar favoravelmente para os ETFs de renda fixa é a sua tributação. Diferentemente dos demais investimentos em renda fixa cuja alíquota de imposto de renda é regressiva

conforme o tempo de aplicação, os ETFs de renda fixa terão alíquota única de 15%. Em um mercado com taxas mais baixas, a busca por maior rentabilidade por meio de economia tributária ou mesmo por taxas de administração menores, é uma tendência cada vez mais forte.

Assim temos a convicção de que a indústria de fundos continuará na sua trajetória ascendente, como em quase todo o atual século.

A média de crescimento du-

rante este século foi de 10,86% ao ano! O PL da nossa indústria só apresentou retração em momentos de crise muito grave, como em 2002 e 2008. Nos demais anos a evolução foi sempre positiva. Melhor, se o Brasil apresentar recuperação econômica, o desempenho da indústria de fundos será ainda melhor. Não só em volume, mas também e sobretudo em variedade e qualidade dos produtos. Isso acompanhado da evolução do brasileiro enquanto investidor!