



WEALTH MANAGEMENT

## Relatório: O Mercado Financeiro no Brasil e suas peculiaridades

Fevereiro de 2018

---

**O MERCADO FINANCEIRO NO BRASIL POSSUI UMA SÉRIE DE CARACTERÍSTICAS ESPECIAIS QUE SÃO EM PARTE RESULTANTES DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO PAÍS E EM PARTE DE SUA ESTRUTURA DE MERCADO. COMPREENDE- LAS É CONDIÇÃO NECESSÁRIA PARA A BOA EXECUÇÃO DE UM PLANO DE INVESTIMENTOS. ESTE ARTIGO É UMA BREVE ANÁLISE DE SETE DESTAS CARACTERÍSTICAS**

---

### 1. Introdução

O Brasil possui um Mercado Financeiro bastante peculiar, caracterizado por taxas de juros reais elevadas, um espectro de risco pouco desenvolvido, uma curiosa sobre-alocação em fundos Multimercados e um oligopólio de bancos. Além do mais, retornos são medidos em termos de porcentagem do CDI, o mercado é constantemente afetado por rumores e investidores brasileiros, mesmo quando no exterior, ainda assim investem no Brasil. Compreender as características do Mercado Financeiro no Brasil, e como isto afeta o perfil dos investidores brasileiros, é essencial para definir um Plano de Investimentos. Este Relatório representa uma breve contribuição para o tema.

### 2. Obcecados por Renda Fixa

O investidor brasileiro é obcecado por renda fixa. Segundo dados da Anbima, aproximadamente 60% do patrimônio da indústria de fundos local está alocado nesta classe de ativos. E isto está em forte contraste com os investidores internacionais, que alocam predominantemente em renda variável.

Mas existe um motivo para tanto: comparadas com as taxas de juros reais no mercado global, as taxas brasileiras são extremamente elevadas. E o investidor brasileiro não só está acostumado, como também gosta disso.

Por exemplo, desde 2005, as taxas reais de cinco anos no Brasil foram, em média 6,54% ao ano, o que permitiria que um investimento, em termos

reais, fosse dobrado a cada 11,5 anos. Hoje, no entanto, as taxas de juros estão mais baixas: ao redor de 4,5% ao ano – o que é motivo de fortes reclamações dos investidores brasileiros. Com taxas de juros neste patamar, um investimento *somente* seria dobrado, em termos reais, no período de 15.7 anos!

O quão elevadas são as taxas de juros reais no Brasil fica ainda mais evidente quando comparamos com aquelas de outros países. Por exemplo, nos Estados Unidos, as taxas de juros reais de cinco anos estão em 0,15% (média de 0,27% desde 2005), o que permitiria que um investimento fosse dobrado de valor a cada 692 anos. Na Europa e no Japão, a situação é ainda mais dramática pois as taxas de juros reais - e até mesmo as nominais - estão em território negativo. Na Inglaterra, por exemplo, para a maturidade de cinco anos, as taxas de juros reais estão em *menos* 2,1% (média de *menos* 0,15% desde 2005). Por outro lado, tanto na Alemanha quanto no Japão até mesmo as taxas de juros nominais são negativas: *menos* 0,33% na Alemanha e *menos* 0,13% no Japão. Ou seja, na Inglaterra, Alemanha e Japão os investidores, na verdade, pagam para emprestar dinheiro ao governo.

A Figura 1 abaixo ilustra as atuais taxas de juros reais no Brasil, Estados Unidos e Inglaterra, tanto em termos de sua média histórica (desde 2005) quanto de seus níveis atuais. O contraste, especialmente com a Inglaterra - onde os juros reais são fortemente negativos - é impressionante.

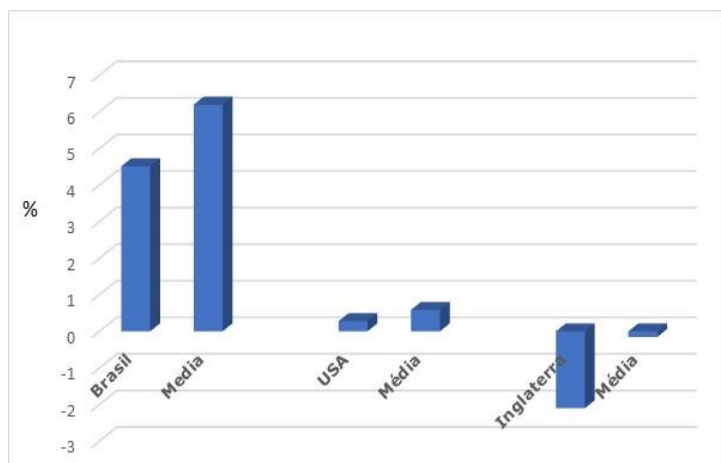


Figura 1: Taxas de Juros reais em vários países

### 3. Espectro de Risco pouco profundo

Juros elevados tem suas consequências. No Brasil, em particular, em forte contraste com o mercado internacional, não é necessário tomar-se grandes riscos para atingir objetivos de retorno. Por exemplo, um fundo de pensão com uma meta atuarial de IPCA mais 4% poderia simplesmente alocar todos os seus recursos em um título indexado à inflação de 30 anos, que hoje paga acima dos 5% ao ano.

Neste sentido, no mercado brasileiro, aquelas classes de ativos que se situam mais fundas dentro do espectro de risco, são pouco desenvolvidas. O mercado de crédito, por exemplo, é ainda muitíssimo pequeno e, no Brasil, está longe de desempenhar o importante papel que tem nos países desenvolvidos. A renda variável, por sua vez, possui – com muita boa vontade – ao redor de 150 ativos investíveis; o que se compara com as 5000 empresas que fazem parte do Índice Russel da Bolsa americana. Desta maneira, como um típico analista de “sell side” cobre ao redor de 30 empresas, enquanto que um típico analista de buy-side cobre ao redor de 15 empresas, bastariam 5 analistas de “sell-side” ou 10 de “buy-side” para cobrir o mercado brasileiro de renda variável em sua totalidade.

Por sua vez, o próprio mercado de renda fixa brasileiro sempre foi caracterizado por maturidades extremamente curtas - e, apenas recentemente, começou a se alongar. Em dezembro de 2000, por exemplo, a maturidade média dos títulos prefixados era de apenas 105

dias (menos de 6 meses). Hoje, este mercado está mais desenvolvido, com a maturidade média dos prefixados em 585 dias (aproximadamente 2,5 anos), enquanto que os títulos indexados à inflação estão com uma maturidade média de 1950 dias.

A figura 2 abaixo ilustra a evolução recente da maturidade dos títulos prefixados brasileiros, como representados pelo índice IRFM.

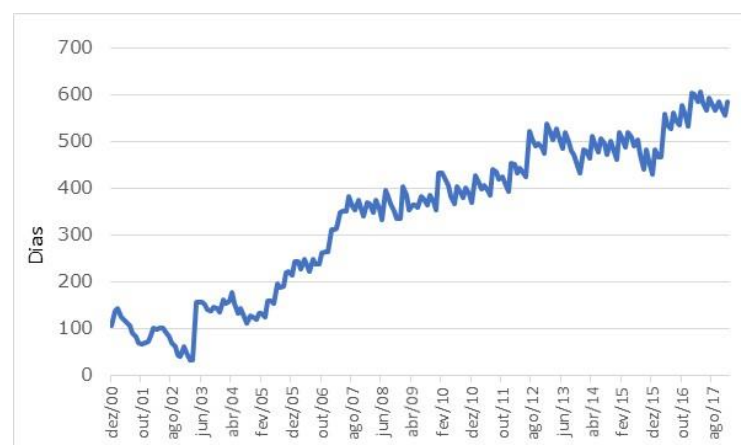


Figura 2: Maturidade Média da Renda Fixa Prefixada

### 4. Sobre-Alocação em fundos Multimercados

Enquanto os investidores internacionais sobre-alocam em Renda Variável na tentativa de atingir suas metas de retorno, – e, portanto, vão bem fundo dentro do espectro de risco – os investidores brasileiros têm, por sua vez, uma curiosa sobre-alocação em Multimercados; o equivalente brasileiro aos “hedge-funds” no mercado internacional.

Segundo dados da Anbima, em dezembro de 2017 a indústria de fundos de investimento do Brasil era composta por um total de 16.077 fundos. Destes, 2.520 eram de Renda Fixa, 1.840 de Renda Variável e um surpreendente número de 8.093 fundos eram Multimercados. Em termos de patrimônio líquido, os Multimercados representam aproximadamente 21% de toda a indústria de fundos brasileira e rivalizam, em tamanho, com os Fundos DI, Prefixados e Indexados à Inflação, quando vistos separadamente. Os Fundos de Renda Variável, por sua vez, representavam apenas 5.2% da Indústria de Fundos brasileira. Em um país, com taxas de juros tão elevadas, com um mercado financeiro tão pouco profundo, e com tão

poucos ativos investíveis, a dimensão da indústria de fundos Multimercados é simplesmente surpreendente.

Contrariamente aos Hedge Funds dos países desenvolvidos, que surgiram como resposta a uma realidade de taxas de juros reais extraordinariamente baixas - e se situaram em um intervalo no espaço Risco/Retorno que fica entre o Crédito Privado e a Renda Variável - no Brasil, a indústria de Multimercados surgiu como uma estratégia de investimento que gerasse um adicional ao CDI, sem a volatilidade de uma Renda Variável. E, na verdade, desde 2000, os Fundos Multimercados brasileiros, medidos pelo índice IFMM-A, atingiram o que se propuseram, gerando um retorno médio de 106% do CDI, para uma volatilidade de 61% do CDI. Em termos de comparação, neste mesmo período, a Renda Variável teve um retorno médio de 130% do CDI para uma volatilidade dez vezes superior.

O que torna está sobre-alocação em Multimercados particularmente curiosa é que, no Brasil, neste mesmo período, uma segunda estratégia de investimento foi também capaz de gerar um adicional ao CDI com baixa volatilidade: os títulos de renda-fixa prefixada que, medidos pelo índice IRFM, tiveram um retorno médio de 112% do CDI para uma volatilidade de 87% do CDI. E tudo isto sem grandes sofisticções e sem cobrar, como fazem os Multimercados, os tradicionais 2% de taxa de gestão com os 20% de desempenho.

Ou seja, na medida em que as taxas de juros caíram no Brasil, e a maturidade da renda fixa aumentou, esta classe de ativos invadiu aquele espaço da dimensão Risco-Retorno que os Multimercados haviam confortavelmente reservado para si. Ou seja, com o amadurecimento do mercado de Renda Fixa brasileiro, os Multimercados agora enfrentam o desafio de mover-se mais fundo dentro do espectro de risco. Como este desafio será resolvido é uma história que ainda está sendo contada.

A Figura 3 abaixo ilustra o retorno e a volatilidade das várias classes de ativo no Brasil desde 2000 – como porcentagem do CDI. Os títulos prefixados são representados pelo índice IRFM, os Multimercados pelo IFMM-A, enquanto que os títulos indexados à inflação e a renda Variável são representados, respectivamente, pelos índices IMA-B e IBX.

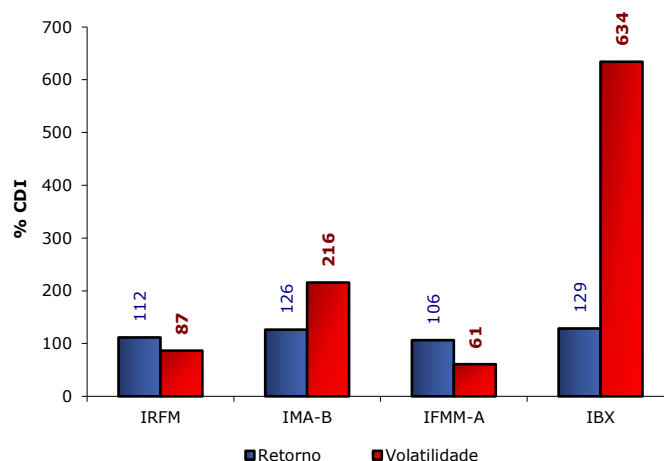


Figura 3: Retorno e Volatilidades das principais Classes de Ativo, como % do CDI

Dadas as características do Mercado Financeiro brasileiro – altas taxas de juros, espectro de risco limitado, poucos ativos investíveis e uma renda fixa prefixada que também paga um adicional ao CDI com baixa volatilidade - o que justifica uma alocação tão grande em fundos Multimercados?

Existem várias respostas para esta questão. Elas vão desde a tradicional busca por “alpha”, até índices de Sharpe e outras medidas de desempenho. Porém, uma justificativa que deve também ser considerada, é o papel dos grandes distribuidores, em particular os grandes Private Banks – que muitas vezes alocam os recursos de seus clientes nos multimercados ou devido a rebates ou alguma forma de participação na receita destes fundos.

Os clientes, na maioria das vezes, não desconfiam que uma forte alocação em multimercados pode ser resultado deste conflito de interesses. Mas alguns números podem servir de guia. No mercado internacional, onde as taxas de juros reais são baixíssimas e os objetivos de retorno difíceis de ser atingidos, uma alocação média em “Hedge Funds” é ao redor de 10%. Já no Brasil, uma alocação de 21% é simplesmente a média de mercado! E não é incomum, no ambiente de Private Banking,

encontrar portfólios com alocações de 50% ou mais em Multimercados<sup>1</sup> - e as vezes até mesmo 100%.

## 5. Oligopólio financeiro

Em Teoria Econômica, a estratégia tradicional para lidar com um oligopólio é ou quebrá-lo ou regulá-lo. No Brasil optou-se por uma terceira via: onde existem oligopólios criam-se empresas públicas suficientemente grandes para rivalizar com eles. E nenhum setor evidencia mais esta terceira via do que o setor financeiro no Brasil. Nele interagem três enormes bancos privados – cada um deles representando a fusão de mais de vinte outros bancos – com três gigantes bancos públicos.

Como em todo oligopólio, estes gigantes financeiros são especializados em reduzir a oferta para maximizar preços. São também especialistas em oferecer serviços de baixa qualidade e em criar uma legislação que mantenha seu poder econômico. Neste sentido, não apenas o crédito é incrivelmente escasso no Brasil, como também o país sofre com a falta de toda uma gama produtos financeiros. E, como era de se esperar, existe também uma legislação que – com o objetivo de “defender o investidor” - torna extremamente custoso o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para um cliente “private” isto significa serviços de baixíssima qualidade, uma pequena oferta de produtos, e uma quantidade enorme de produtos que embutem, disfarçadamente, um robusto ganho para a instituição financeira – tais como Fundos Multimercados e Notas Estruturadas.

## 6. Retorno como porcentagem do CDI

Uma outra curiosidade do Mercado Financeiro no Brasil é que Retornos são medidos como porcentagem do CDI, mas o Risco é medido como “volatilidade diária anualizada” – portanto, em pontos percentuais. Por exemplo, os títulos prefixados rendem 111% do CDI mas tem uma volatilidade diária anualizada de 4.5%. E isto é curioso por dois motivos.

O primeiro é que, no mercado internacional, os retornos são medidos em termos de “spread over libor”. Ou seja, um investimento rende por exemplo 1,5% sobre a libor ao ano e não 150% da libor. No Brasil, o costume de medir retornos como porcentagem do CDI, pode ser explicado por um passado de hiperinflação, que resultava em um CDI extremamente volátil. Porém, nos dias de hoje, na medida em que este passado fica cada vez mais distante, algumas classes de ativos começam a ser medidas tal como no mercado internacional: como “spread over CDI”. Por exemplo, no mercado de crédito, uma debenture paga algo como CDI mais 0,8% ao ano.

No entanto, o que é mais curioso desta tradição brasileira, é a de medir-se o Retorno em uma certa unidade (% do CDI) e a Volatilidade em uma outra (pontos percentuais). Afinal, os estatísticos tiveram todo o trabalho de tirar a raiz quadrada da Variância (cuja unidade de medida é aquela do Retorno elevado ao quadrado) e assim criar o Desvio Padrão, que tem a mesma unidade do Retorno e é, portanto, comparável. No Brasil isto seria o equivalente a dizer que os prefixados tem um Retorno de 111% do CDI para uma volatilidade de 87% do CDI, como fizemos na Figura 3. Neste caso, estaria implícito que, para uma Distribuição Normal, então, com 66% de chance, o retorno estaria no intervalo de 111% do CDI +/- 87% do CDI. Este é um cálculo impossível de ser feito quando Retorno e Volatilidade são medidos em unidades diferentes como, curiosamente, fazem os investidores brasileiros.

## 7. Rumores de Mercado

O Brasil está prestes a entrar em um período eleitoral, com suas tradicionais especulações e rumores de mercado. Pior, o Brasil, mais uma vez, entra no período eleitoral com taxas de juros extremamente baixas, o que diminui sobremaneira o custo de apostar contra a moeda.

Alguns cálculos são ilustrativos. As taxas de juros reais nos Estados Unidos para a maturidade de 5 anos estão em 0,4% ao ano enquanto que o Risco Brasil está em 1,4%. As taxas de juros reais no

<sup>1</sup> Para maior detalhes sobre Conflitos de Interesse e Fundos Multimercados ver o livro “Armadilha de Investimentos” editora MBooks (2015)

Brasil, portanto, deveriam estar em aproximadamente 1,8% ao ano simplesmente para compensar pelos juros americanos e pelo Risco Brasil. Elas, no entanto, estão em 4,5% ao ano. Sobram, portanto, 2,7 pontos percentuais para compensar pelo Risco Cambial do Real – que é uma moeda extremamente volátil – e todos os outros custos e riscos de se investir no Brasil – que não são poucos. Ou seja, o diferencial de juros está bastante apertado, um problema que, quem sabe, pode ser amenizado por uma artilharia pesada: os USD330 bilhões de reservas do Banco Central.

Rumores de mercado são uma característica de vários países da América Latina. Por exemplo, alguns países desenvolveram uma longa tradição de lançar rumores sobre calotes de sua dívida externa. Se estes rumores forem crédulos, basta então vender a dívida antes de lançar o rumor; para depois recompra-la antes de desmenti-lo. E ainda melhor se isto tudo puder ser feito alavancado.

Outros países, por sua vez, se especializaram em rumores sobre as decisões de juros do Banco Central ou intervenções na taxa de câmbio. Cabe notar que fortunas podem ser ganhas ou perdidas agindo sobre estes rumores. Neste sentido, muitas vezes eles envolvem tramas bastante elaboradas, em que participam oficiais do governo e a imprensa. E, na América Latina, muito raramente alguém é multado, e quanto mais preso.

“Live by the rumour, die by the rumour” é uma expressão tradicional do mercado financeiro - uma expressão que adquire uma importância ainda maior em um processo eleitoral complicado, como o que está prestes a se iniciar no Brasil. É importante que os clientes estejam alertas.

## 8. Percepção de Risco

É muito comum, quando lidando com investidores estrangeiros, encontrar famílias que tiveram seus bens expropriados e que perderam quase tudo durante alguma guerra ou revolução. Muitas vezes, os únicos recursos que estas famílias conseguiram salvar, foi aquele dinheiro que possuíam no exterior – que permitiu que recomeçassem suas vidas e seus empreendimentos. Esta é uma história bastante comum com investidores europeus e latino americanos. São investidores, que tem uma

preocupação enorme com o risco de revoluções e guerras.

Isto, porém, não acontece com os investidores brasileiros, que mantém grande parte de seus ativos no Brasil e, mesmo quando estão no exterior, investem em ativos brasileiros. É verdade que o Brasil já teve suas revoluções. Mas seu maior choque financeiro talvez tenha sido o Plano Collor que, apesar de gravíssimo, foi menos destruidor do que as expropriações que sofreram certas famílias da Alemanha, Portugal, Espanha e Venezuela.

Neste sentido, o investidor brasileiro tende a ser muito menos preocupado com Risco do que o investidor internacional. E ele tende a valorizar muito mais o Retorno de um investimento. Além do mais, para um investidor brasileiro, Risco significa – na maior parte das vezes – risco de mercado ou volatilidade; enquanto que para um investidor estrangeiro significa seus bens serem tomados e sua família ter que procurar refúgio em algum outro país

## 9. Conclusão

Tanto o Mercado Financeiro no Brasil quanto os investidores brasileiros possuem características especiais, que os distinguem de seus equivalentes internacionais. Estas características são em parte resultantes da evolução histórica do país e em parte resultantes da sua estrutura de mercado. Compreendê-las é condição essencial para definir um Plano de Investimentos apropriado.

Este Relatório procura ser um breve relato de sete destas características especiais. Ele não pretende ser uma análise profunda sobre o tema, mas sim um primeiro alerta para quem já investe, ou pretende investir no mercado doméstico brasileiro



Texto elaborado por:

**Paulo Tenani**

**Chefe de Pesquisa Aqua Wealth Management**

[tenani@aquawm.com](mailto:tenani@aquawm.com)



---

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES

Produzido pela Aqua Gestão de Valores Mobiliários (“Aqua”). A finalidade deste material é ser um comentário geral do mercado. Os portfólios são meros indicadores de desempenho para os clientes, podendo não representar transações reais ou investimentos em contas de clientes. A Aqua não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações aqui contidas nem se responsabiliza por eventuais prejuízos de qualquer natureza em consequência do uso destas informações. Este material não deve ser a única fonte para avaliar e suportar a decisão de investimento, pois nem todas as ideias de investimento mencionadas são adequadas para todos os investidores (“Suitability”). O valor e os rendimentos provenientes dos investimentos estão sujeitos a variação e flutuação, não havendo garantia de retornos para os investimentos realizados. O conteúdo deste material é expressamente proibido sem autorização prévia por escrito da Aqua.

