



Benjamin Mandel*

Head of Portfolio Strategy at Itaú Asset Management

Por que estou me mudando para o Brasil

Abril, 2021

Quando contei a meus amigos e colegas de trabalho meu plano de deixar meu emprego como economista em um grande banco americano para tentar minha sorte no mercado de gestão de ativos no Brasil ouvi todos os tipos de respostas. Tipicamente as reações incluíam um olhar confuso que foi se transformando em compreensão quando eu tinha a oportunidade de explicar mais a fundo. Os olhares iniciais revelavam algum divertimento, uma dose saudável de ceticismo e, até certo ponto, um entendimento superficial sobre o que está acontecendo efetivamente no Brasil. Apesar dos riscos reais associados à minha jogada, esses olhares me pareciam inconsistentes com a lógica da minha decisão de me mudar para o Brasil.

Vamos a minha tese. Ela não se aplicará a todos, mas acredito que possa dar luz a alguns padrões que ficam escondidos nos ciclos econômicos e mercados e criam grandes oportunidades. Nesse caso, é uma história de mudanças profundas e persistentes que veem promovendo alterações nos padrões de comportamento das famílias brasileiras. São movimentos paralelos de aprofundamento do crédito e internacionalização de carteiras que começam a integrar o mercado financeiro global.

Os efeitos dessas tendências são diversos, mas, do meu ponto de vista pessoal, podem ser resumidos em duas categorias: i) a trajetória de crescimento do setor financeiro brasileiro não depende de crescimento econômico ou de tendências do mercado de capitais e ii) o chamado "home bias" extremo do investidor brasileiro vai, finalmente, diminuir drasticamente.

Uma onda de financeirização

A financeirização é aquela noção de que os orçamentos familiares em crescimento estão canalizando recursos para o setor financeiro. Como pano de fundo, o acesso ao mercado financeiro da família média brasileira aumentou drasticamente durante a última década. Entre 2010 e 2020, o crescimento real do PIB brasileiro foi, em média, de 0,4% ao ano, estagnando após um crescimento de 3,7% na década anterior. Apesar desta desaceleração, o crédito às empresas e às famílias cresceu rapidamente a um ritmo médio anual de 9,5%. Os fluxos de crédito para famílias foram particularmente resistentes (Figura 1), permanecendo positivos mesmo durante a grave recessão do Brasil em 2015/6.

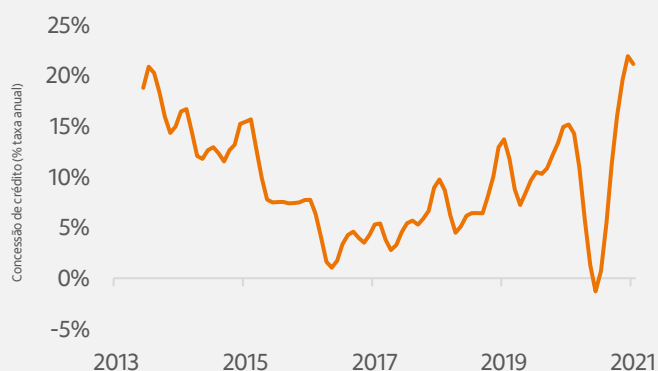


Figura 1: fluxo de crédito para famílias vem acelerando.

O aumento do crédito no contexto de estagnação de crescimento econômico impulsionou a taxa média de endividamento das famílias para o pico de 56,4% em dezembro de 2020, 15,7% acima do patamar máximo atingido na década anterior. Examinando mais de perto, a composição do aumento do crédito familiar sugere que o endividamento deriva principalmente do crescimento do investimento das famílias em ativos e não em atividades de consumo. O crédito imobiliário foi responsável por 13,4% do crescimento da relação dívida/renda das famílias. Esse dado conversa com as conclusões de estudos recentes que mostram que o "boom" da dívida do Brasil após 2011 foi impulsionado principalmente pela concessão de crédito de bancos públicos através de hipotecas e empréstimos consignados em folha de pagamento.

Há também evidências de que o crédito familiar continua a se expandir em todo o espectro de renda, implicando que parte do aprofundamento do crédito representa uma maior inclusão financeira. Os programas governamentais de incentivos para crédito imobiliário para famílias de baixa e média renda (por exemplo, Minha Casa, Minha Vida em 2009) provavelmente contribuíram no processo. O crédito rotativo também parece ter se tornado mais acessível, com o número de cartões de crédito e débito ativos crescendo mais de 4% anualmente de 2014 a 2019.

O que isso significa para o setor financeiro? Embora o setor imobiliário tenha sido uma importante alavanca de crescimento de ativos, o fortalecimento do crédito e uma maior inclusão financeira também canalizaram recursos para investimentos financeiros. Os ativos sob gestão (AUM) dos fundos de investimento brasileiros aumentaram em termos reais em 5,7% a.a. entre 2010-2020, superando em muito o crescimento da economia. A título de comparação, o crescimento real do AUM de fundos de gestão ativa nos EUA foi de 4,4% ao ano de 2014 a 2019, período em que os retornos do capital nos EUA foram muito mais altos do que no Brasil.

O crescimento do patrimônio familiar também pode causar efeitos colaterais positivos sob resto do sistema financeiro. O crescimento do número de empresas *fintech* no Brasil - que aumentou em 8 vezes entre 2015 e 2018 - foi impulsionado pela interseção da rápida expansão do crédito familiar e crescimento da conectividade dos mercados financeiros. É possível que o aumento da concorrência bancária tenha alimentado virtuosamente tanto uma maior oferta de crédito quanto um melhor acesso das famílias ao mundo de investimentos.

A financeirização vai durar? Uma perspectiva sobre a continuidade do aumento do crédito é que ele ainda levará a um agravamento da fragilidade financeira das famílias. No entanto, o serviço da dívida das permanece muito bem-comportado. As taxas de juros do consumidor, mesmo incluindo o aumento dos spreads bancários sobre o crédito familiar, caíram fortemente (Figura 2) e o prazo dos créditos cresceu bastante. O prazo médio de vencimento do crédito familiar é agora de 73 meses, em comparação com 35 meses em 2011. As taxas de inadimplência de 90 dias atingiram um mínimo de 2,85% no final de 2020.

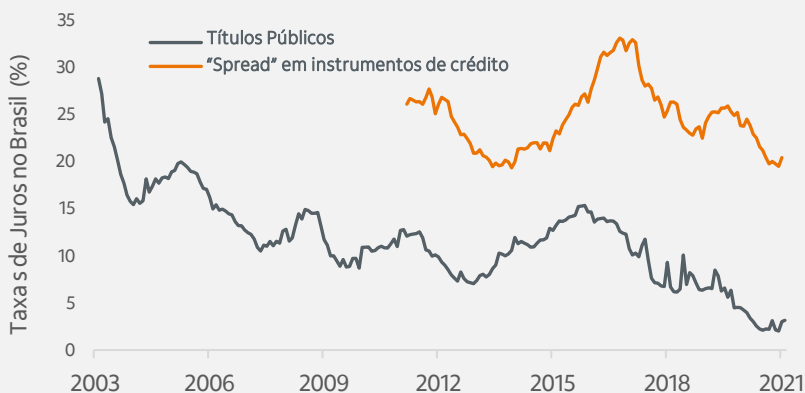


Figura 2: Taxas de juros e spreads de crédito vem caindo significativamente

Uma segunda perspectiva sobre a durabilidade dessas tendências é o grau de convergência com os padrões internacionais. Colocando em perspectiva, a taxa de endividamento das famílias no Brasil é de 56%, enquanto nos EUA e Japão tem oscilado em torno de 100% da renda disponível na última década. Na Alemanha esse número está no patamar de 90% e na Austrália atinge até 200%. Sob esse ângulo, a história da convergência de longo prazo do Brasil com o resto do mundo ainda tem espaço para acelerar.

Tudo isso para dizer que o aumento do crédito familiar e a onda de inclusão financeira, provavelmente continuarão alimentando o dinamismo e a convergência do setor financeiro no Brasil. Esta tendência parece ser de natureza secular e não particularmente sensível a oscilações de curto prazo no crescimento do PIB.

Uma onda de internacionalização

Ao contrário do boom do crédito familiar, que foi impulsionado por um sistema complexo de fatores financeiros, políticos e regulatórios, a narrativa da globalização dos investimentos brasileiros é relativamente simples: as taxas de juros são mais baixas. As taxas brasileiras caíram em ondas sequenciais a partir de 2016 e 2019, atingindo um patamar de 2% entre agosto de 2020 e março de 2021. A resposta pandêmica, porém, limitou um declínio acentuado na taxa sem risco do Brasil, que havia atingido um pico de 14,25% em 2015.

Do ponto de vista do investidor, este declínio implica uma mudança para ativos mais arriscados à medida que os títulos de renda fixa se tornam mais caros e com menores retornos. A parcela com mais risco passa a incluir ativos internacionais uma vez que os retornos relativos entre regiões deixam de favorecer alocações no Brasil. Os fluxos para ativos internacionais são ainda apoiados pela correlação negativa da moeda com os preços dos ativos nacionais. Em outras palavras, os ativos em outras moedas passaram a ser bons hedges para carteiras baseadas em reais.

Nesse ponto, as evidências já indicam um deslocamento do mercado para ativos de risco. A participação do total dos investimentos financeiros brasileiros em fundos de renda fixa caiu de 64% em 2016 para 51% hoje. Esta realocação beneficiou principalmente fundos de ações e fundos multimercado, com o restante indo para fundos de capital privado e fundos imobiliários (Figura 3). Esta transição, provavelmente, ainda não está completa, uma vez que os fundos de pensão e os investidores de varejo ainda detêm a grande maioria de suas participações em renda fixa.

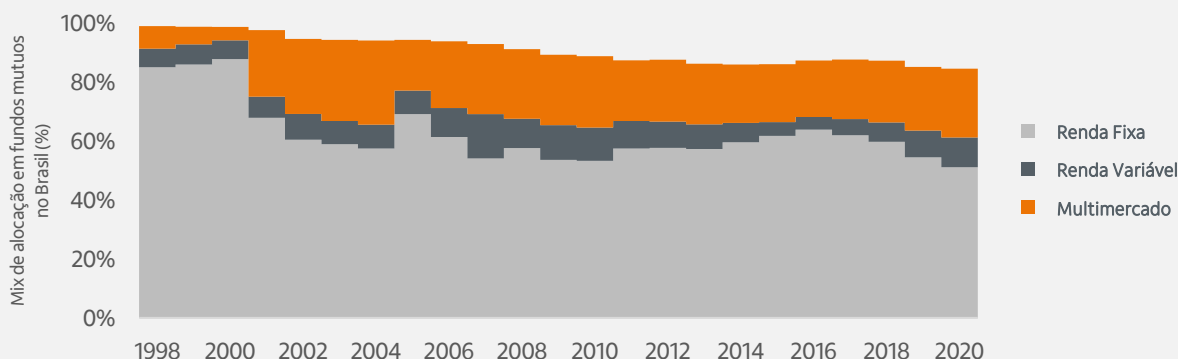


Figura 3: A alocação de ativos não é mais unicamente em renda fixa

Por outro lado, a globalização ainda está em seus estágios incipientes. Os fundos offshore dedicados permaneceram estáveis em um minúsculo 1 % do AUM total do mercado de fundos e os fundos de câmbio dedicados são ainda menores. Mas as alocações internacionais estão começando a crescer. As exposições indiretas se dão através dos fundos locais de ações, fundos multimercado e fundos pensão. Estão ainda prontas para aumentar rapidamente, especialmente após o recente afrouxamento de restrições regulatórias. As regras sobre a compra das cerca de 700 empresas e índices estrangeiros listados como *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) foram flexibilizadas em outubro de 2020 para permitir o acesso de todos os tipos de investidores de varejo. O mercado de fundos de pensão, que vale mais de US\$ 500 bilhões, também está evoluindo, com até 10% dos ativos de fundos de pensão fechados permitindo investimentos no exterior. As novas regras divulgadas em 2020 pela CVM (Comissão Brasileira de Valores Mobiliários) também permitem o crescimento da importância de entidades consultivas de investimento estrangeiro.

Pegando estas ondas

O processo de capitalização sobre essas tendências está baseado em hipóteses sobre como a indústria brasileira de gestão de ativos e de patrimônio está estruturada e como evoluirá. Aos olhos de um observador externo, a adaptação do ecossistema de investimentos do Brasil, incluindo uma indústria de fundos muito sofisticada, já está em curso. Novas plataformas estão surgindo, a concorrência está aumentando e, crucial do meu ponto de vista, os principais atores estão dispostos a investir para se tornarem mais globais. Esta adaptação criou uma série de oportunidades de investimento e carreira. Mais importante ainda, ao final da transição, a carteira média brasileira emergirá mais diversificada, mais eficiente e mais bem situada para navegar na volatilidade nacional.

Antes de você fazer suas malas para seguir meu caminho, três importantes advertências devem ser feitas. A primeira é que, apesar das tendências positivas citadas acima, este é um momento extremamente desafiador para a economia brasileira. O ciclo está sendo prejudicado por uma enorme segunda onda de Covid-19, um lento desenrolar da vacina e questionamentos sobre a capacidade fiscal do governo para compensar esses choques. Como resultado, há um trecho bastante desafiador a frente no processo de convergência para um cenário econômico mais normal em 2020 e provavelmente 2021.

A segunda advertência diz respeito às taxas de juros. Estamos em um mundo onde as narrativas de cuidados com tendências inflacionárias vem pressionando as taxas de juros globais e onde a inflação no Brasil já mostra recuperação. Embora seja razoável esperar alguma elevação nas taxas de juros, as apostas de aprofundamento da financeirização e internacionalização no Brasil permanecem pois são baseadas na crença que os dias de 10% de taxas de juros para investimentos "sem risco" terminaram. O PIB potencial e a tendência de inflação bem mais baixos reforçam essa expectativa. Ainda assim, não se pode descartar um aumento nas taxas de juros que poderia atrasar ou perturbar os fluxos para o setor financeiro.

A última advertência é talvez a mais sinistra. Lembra-se das velhas piadas? "O Brasil é o país do futuro e sempre será!" ou, "No Brasil, até mesmo o passado é imprevisível!" Existe uma incerteza genuína em torno das tendências descritas acima e nem o aprofundamento financeiro nem a globalização são ideias particularmente novas. As teses de convergência do padrão de comportamento do consumidor brasileiro já existem há mais de uma década e a diversificação internacional do portfólio tem feito sentido, porém não decolam, há anos. A financeirização e a internacionalização do Brasil estão brilhando ou serão mais um falso começo?

De qualquer forma, espero que qualquer alvorecer no Rio seja espetacular.

Bio

Benjamin Mandel

Head of Portfolio Strategy at Itaú Asset Management

Benjamin R. Mandel atua como Head de Estratégias de Portfólios na Itaú Asset Management em São Paulo desde abril de 2021. Integrou a equipe vindo do segmento de Multi-Asset da J.P. Morgan Asset Management que cobre mais de US\$ 250 bi. Ben iniciou sua carreira no Federal Reserve onde atuou como economista no departamento de finanças internacionais e na equipe de pesquisa do FED em Nova York. Tem artigos acadêmicos em publicações de referência como a *American Economic Review*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, *American Economic Journal: Economic Policy*, *Quantitative Finance* and the *Journal of Economic Perspectives*. Ocupou ainda posições no corpo docente da Columbia School of International and Public Affairs, NYU Stern School of Business e Georgetown University. Fez também trabalhos de consultoria para o World Bank. Ben é Ph.D. em Economia pela University of California Davis e tem bacharelado em economia aplicada pela Cornell University.



Benjamin Mandel*

Head of Portfolio Strategy at Itaú Asset Management

Why I'm Moving to Brazil

April, 2021

When I told people of my plan to quit my job as an economist at a large U.S. bank to try my hand in the asset management industry in Brazil, it elicited a wide range of responses. A typical feature of the responses was a puzzled look on people's faces upon hearing the news, a look that morphed into understanding as I explained further. Those initial looks revealed some amusement, a healthy dose of skepticism and, to an extent, a basic misunderstanding about what is going on in Brazil.

Despite the real risks associated with this gambit, those looks were inconsistent with the logic of my decision. So, here is my argument for moving to Brazil. It won't apply to everyone, but hopefully it illuminates some of the underlying patterns in the economy and financial markets that are creating significant opportunities. In my case, it is a story of deep and persistent changes in Brazilian markets, as parallel waves of credit deepening and internationalization broaden the financial footprint of the average Brazilian household as well as the integration of those resources into the global financial system.

The upshot of these trends is multifaceted, but from my personal perspective it is essentially two-fold: (i) that the Brazilian financial sector will continue to grow in ways that do not rely on the growth of the overall economy or the direction of financial markets, and (ii) that the extreme degree of home bias in Brazilian financial holdings will, at last, begin to recede in earnest.

A wave of financialization

Financialization is that notion that growing household balance sheets are channeling resources into the financial sector. By way of background, the financial depth of the average Brazilian household has increased dramatically over the past decade. Between 2010 and 2020, Brazil's real GDP growth averaged a paltry 0.4% per year, stalling after 3.7% growth in the prior decade. Notwithstanding this deceleration, credit to firms and households rose briskly at an average annual pace of 9.5%. Flows to households were particularly resilient (Figure 1), staying positive even during Brazil's severe recession in 2015/6.



Figure 1: Credit flows to households have been accelerating

Credit deepening against the backdrop of a stagnant macro situation pushed the average household's debt-to-income ratio to 56.4% in December 2020, the highest level on record and 15.7 percentage points higher than a decade earlier. On closer examination, the composition of the rise in household credit suggests that it derives primarily from household investment rather than debt-laden consumption. Of the increase in debt-to-income, 13.4 ppt. was accounted for by mortgage-related credit, consistent with findings in recent studies that Brazil's debt boom pivoted after 2011 to be driven primarily by government bank lending via mortgages and payroll loans.¹

There is also evidence that household credit continues to broaden across the income spectrum, implying that part of the credit deepening represents greater financial inclusion. Government programs targeting mortgage rates for low- and middle-income families (e.g., Minha Casa, Minha Vida in 2009) are likely to have contributed. And revolving credit also appears to have become more accessible, with the number of active credit and debit cards both having grown by over 4% annually in the 5 years through 2019.

What does this mean for the financial sector? While real estate has been an important source of asset growth, credit deepening and greater financial inclusion have also channeled funds towards financial investments. Assets under management (AUM) at Brazilian investment funds rose in real terms by 5.7% per year between 2010-2020, far outstripping growth in the economy. By way of comparison, real growth in U.S. active fund AUM was 4.4% per year since 2014 over a period when U.S. equity returns were far higher than those in Brazil.

There may also be positive spillovers between household assets and the rest of the financial system. Growth in the number of fintech firms in Brazil – which rose by a factor of 8 between 2015 and 2018 – sits at the intersection of rapid household credit expansion and connectivity to financial markets. It is possible that the rise in bank competition has been feeding back virtuously into both higher credit supply and better access for households to financial investments.

Will financialization last? One perspective on the durability of credit deepening is that it has yet to lead to a worsening in household financial fragility: Household debt service has remained very well behaved, as consumer interest rates, inclusive of the spreads on household credit, moved dramatically lower (Figure 2) and as the duration of household credit has risen markedly. The average maturity of household credit is now 73 months, compared with 35 months in 2011, and 90-day delinquency rates hit a decade low of 2.85% at the end of 2020.

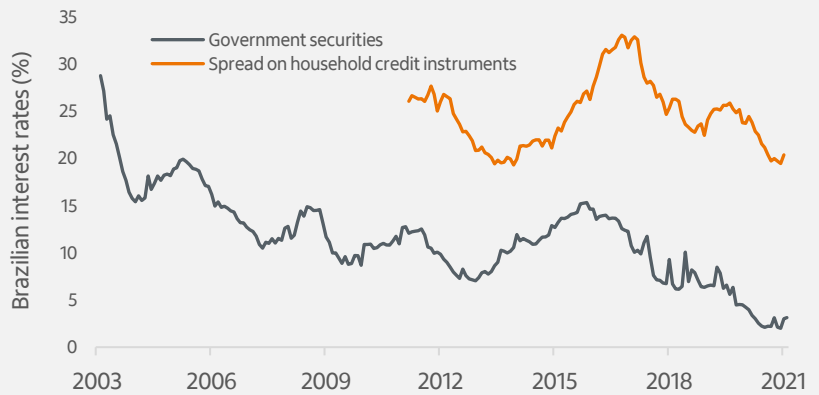


Figure 2: Interest rates and credit spreads have fallen in tandem

A second perspective on the durability of these trends is the extent of convergence to international norms. To put Brazil's 56% debt-to-income into perspective, household debt in the U.S. and Japan have hovered at around 100% of disposable income over the past decade; Germany's is 90%; Australia is the highest at 200%. Viewed through this lens, the long-term convergence story between Brazil and the rest of the world still has room to run.

All of this is to say that the rise in household credit, and the wave of financial inclusion, will likely continue fueling financial sector dynamism and convergence. This trend appears to be secular in nature and not particularly sensitive to near-term swings in GDP growth.

A wave of internationalization

Unlike the household credit boom, which was driven by a complex system of financial, political and regulatory factors, the narrative for Brazilian investment globalization is relatively simple: interest rates are lower. Brazilian rates fell in sequential waves beginning in 2016 and 2019 with cash rates reaching a nadir of 2% between August 2020 and March 2021. The pandemic response capped a dramatic decline in Brazil's risk-free rate, which had hit a decade peak of 14.25% in 2015.

From an investor's perspective, this decline implies a shift into riskier assets – as bonds become more expensive and their expected return falls – as well as into international holdings – as the relative regional returns elsewhere rise. Flows into international assets are further supported by the correlation structure of the currency with domestic asset prices; in other words, assets in other currencies are a good hedge for portfolios based in reais.

One can already see concrete indications of the shift into risk assets. The share of overall Brazilian financial investments in fixed income funds has fallen from 64% in 2016 to 51% today. This reallocation benefited mostly equities and multimercado funds, with the remainder going to private equity and real estate funds (Figure 3). This shift is probably not complete, given that pension funds and retail investors still hold the vast majority of their holdings in fixed income.

On the other hand, globalization is still in its incipient stages. Pureplay offshore funds have remained stable at a tiny 1% of fund AUM, and pureplay foreign exchange funds are even smaller. But international allocations are starting to grow. Indirect exposures – i.e., via domestic equity markets, multimercado funds, and pension assets – are poised to rise quickly, in tandem with the recent loosening of regulatory restrictions. Rules on the purchase of the roughly 700 foreign companies and indices listed as Brazilian Depository Receipts (BDRs) eased in October to allow all types of retail investors to access them. The \$500 billion pension landscape is also evolving, with up to 10% of closedend pension fund assets allowed to be invested offshore, and with new rules in 2020 by the Brazilian Securities Commission increasing recognition of foreign investment advisory entities.

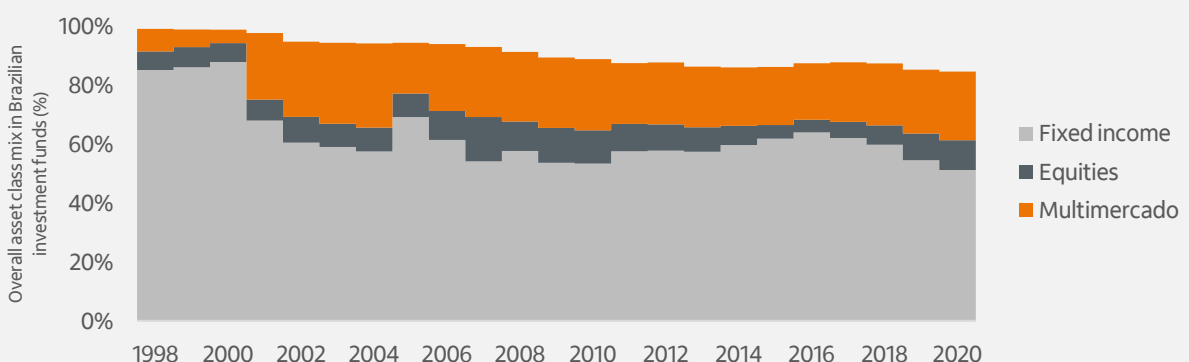


Figure 3: Asset allocation is not just bonds anymore

Riding these waves

Capitalizing on these trends involves its own set of hypotheses about how the Brazilian asset and wealth management industries are structured, and how they will evolve. From an outsider's perspective, Brazil's investment ecosystem, including a very sophisticated funds industry, is already adapting. New platforms are emerging, competition is rising and, crucially for me, the key players are willing to invest to become more global. This adaptation has created an array of investment and career opportunities. More importantly, on the other side of the transition, the average Brazilian portfolio will emerge more diversified, more efficient, and better situated to navigate domestic volatility.

Before you pack your bags to follow on my path, three important caveats are in order. The first is that despite the positive low-frequency trends above, right now is an extremely challenging one for the Brazilian economy. Cyclical momentum is being hampered by an immense Covid-19 second wave, a slow vaccine roll-out, and questions about the government's fiscal capacity to offset these shocks. As a result, there is a hill to climb this year (and likely next) to regain a more normal economic footing.

The second caveat is with regards to interest rates in a world where reflationary market narratives have been applying upward pressure to global rates and where inflation in Brazil is rebounding. While some normalization in rates is to be expected, at their core both financialization and internationalization are bets that the days of Brazil's 10% cash rates are over. There is reason to believe that this is, indeed, the case given potential GDP and trend inflation that are much lower than they were. Still, a rise in rates which delays or disrupts flows into the financial sector cannot be ruled out.

The final caveat is perhaps the most ominous, and is embodied by the old jokes that, "Brazil is the country of the future (and always will be!)," or that, "in Brazil, even the past is unpredictable." There is genuine uncertainty around the trends described above, and neither financial deepening nor globalization are particularly new ideas. Convergence stories about the Brazilian consumer have been around for over a decade, and international portfolio diversification has made good sense for years without taking off. Are Brazil's financialization and internationalization brightening, or will they prove to be yet another false dawn?

Either way, I expect that any dawn in Rio will be spectacular.

*Bio

Benjamin Mandel

Head of Portfolio Strategy at Itaú Asset Management

Benjamin R. Mandel is Head of Portfolio Strategy at Itaú Asset Management, based in Sao Paulo. He joined recently from J.P. Morgan Asset Management, where he was a global strategist in its \$250bn AUM Multi-Asset Solutions business. Ben began his career as an economist in International Finance division at the Federal Reserve Board and later moved to the International Research group at the Federal Reserve Bank of New York. His academic research has been published in leading scholarly journals, including: American Economic Review, American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Journal: Economic Policy, Quantitative Finance and the Journal of Economic Perspectives. He has held adjunct faculty positions at Columbia School of International and Public Affairs, NYU Stern School of Business, and Georgetown University, as well as various consultancy roles for the World Bank. Ben holds a Ph.D. in Economics from the University of California, Davis and a B.Sc. in Applied Economics from Cornell University.