

2º Trimestre 2012

“The most common cause of low prices is pessimism - sometimes pervasive, sometimes specific to a company or industry. We want to do business in such an environment, not because we like pessimism but because we like the prices it produces. It’s optimism that is the enemy of the rational buyer.”

*Warren Buffett,
carta aos acionistas, 1990*

“...uma queda na taxa de juros gera um impacto negativo no lucro dos bancos.”

Nesta carta trimestral do Selection, falaremos sobre nossos investimentos no setor bancário. Primeiro, vamos apresentar nossa visão sobre o setor no Brasil e discutir o nível de retorno que julgamos sustentável para a atividade bancária no país. Em seguida, descreveremos as nossas escolhas nas ações de Bradesco e Itaú.

Atualmente, existe uma divergência de opiniões muito grande sobre a sustentabilidade de retornos dos bancos no Brasil. O nível de *spreads* de crédito, a interferência do governo no setor, a atuação dos bancos públicos, a forte redução da taxa Selic e uma possível bolha de crédito são fatores apontados para explicar uma compressão da rentabilidade dos bancos nos próximos anos. Como resultado, muitos analistas e investidores têm argumentado que os bancos não conseguirão manter retornos acima de 20% como no passado, e que os retornos devem convergir em pouco tempo para níveis de 16%-17% (em alguns casos até abaixo desse patamar).

Na nossa visão, não só os bancos como também outros setores do país terão de fato retornos mais baixos do que os apresentados nos últimos anos. A redução do custo de oportunidade na economia, a atração de novas empresas e o aumento dos investimentos no país farão, potencialmente, com que a competição em diversos setores aumente e os retornos se reduzam nos próximos anos.

Analisando o retorno consolidado do setor bancário no Brasil através dos dados divulgados pelo Banco Central no Relatório de Estabilidade Financeira de março de 2012, podemos perceber que o ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) consolidado do setor não é algo extraordinário, sendo de 16,5% no segundo semestre de 2011. Existe, porém, uma diferença relevante entre o retorno médio do setor e o dos grandes bancos (a média do ROE entre o Itaú e o Bradesco no segundo semestre de 2011 foi de 22,3%). Acreditamos que essa diferença é estrutural e decorre de diversas vantagens competitivas como: escala na rede de agências (melhor distribuição) e na base de clientes (vantagem informacional), custo de captação mais baixo e alto valor de franquia.

Abaixo iremos descrever os fatores que, em nossa opinião, são relevantes para a discussão do nível de retorno dos bancos e tentaremos, sempre que possível, quantificar o impacto que tais fatores podem gerar no ROE do Itaú e do Bradesco em relação ao ROE apresentado pelos mesmos em 2011.

Efeito da Redução da Selic

Nessa seção, procuramos avaliar o impacto de longo-prazo no resultado dos bancos em função da redução da taxa de juros na economia ⁽¹⁾. Os bancos no Brasil são *asset-sensitive* à taxa de juros, ou seja, os bancos têm liquidamente um volume maior de ativos sensíveis à taxa de juros do que passivos. Logo, uma queda na taxa de juros gera um impacto negativo no lucro dos bancos. No curto-prazo, a queda de juros pode até gerar um impacto positivo no resultado pelo fato da carteira pré-fixada ainda continuar gerando juros mais altos até o seu vencimento enquanto que do lado da captação o custo financeiro dos CDBs diminui imediatamente, por serem em sua maior parte indexados à taxa Selic (pós-fixados). Mas à medida que os créditos

⁽¹⁾ Ao analisar o balanço de cada banco procuramos avaliar qual a diferença entre o tamanho dos ativos e dos passivos que são sensíveis à variação da taxa de juros. A maneira que julgamos mais adequada para proceder tal análise é identificar quais os ativos e passivos que não são sensíveis aos juros. Do lado do ativo, identificamos o permanente, os créditos tributários, o compulsório (baseado na alíquota normal) dos depósitos à vista e de poupança e as carteiras oriundas da exigibilidade de direcionamento de crédito com taxas pré-fixadas definidas pelo BC. Do lado do passivo, vemos os depósitos à vista e de poupança e o patrimônio líquido do banco.

pré-fixados antigos vão sendo liquidados e novas operações de crédito são feitas, começamos a entrar no que chamamos de efeito de longo-prazo.

Na tabela abaixo procuramos estimar o impacto da variação da taxa Selic no ROE de longo-prazo dos bancos, sabendo que em 2011 a taxa Selic média foi de 11,7%. É importante lembrar que estaremos sempre medindo um impacto médio para o Itaú e o Bradesco.

	Impacto no ROE de longo-prazo (p.p.)	
Taxa Selic média (a.a.)	7,0%	-3,3
	8,0%	-2,6
	9,0%	-1,9
	10,0%	-1,2

“ ...o nível mais baixo dos juros produz também efeitos positivos para os bancos: possibilita um maior crescimento da carteira de crédito e uma melhoria dos indicadores de inadimplência. ”

Cabe ressaltar que a simulação acima foi feita considerando que os *spreads* de crédito não se alterariam, ou seja, os bancos repassariam toda a redução da taxa Selic para as taxas de créditos cobradas do tomador final, o que pode não acontecer integralmente na prática.

Além disso, o nível mais baixo dos juros produz também efeitos positivos para os bancos: possibilita um maior crescimento da carteira de crédito e uma melhoria dos indicadores de inadimplência. Esse efeito sobre a inadimplência ocorre por dois canais distintos: as taxas menores podem atrair melhores clientes, que antes nem sequer tomavam crédito, dada às altas taxas vigentes; e ajuda a reduzir o comprometimento de renda dos consumidores com o pagamento de suas dívidas, dado que uma parte relevante desse comprometimento é referente aos juros cobrados.

Compressão de *spreads*

Desde o início do ano, o governo tem sido mais vocal sobre os altos juros cobrados pelos bancos brasileiros, esperando que haja uma redução dos *spreads* de modo a estimular o consumo através do crédito. Esse discurso foi seguido por anúncios de redução de taxas pelos principais bancos do país, especialmente os públicos. Tal movimento gerou incertezas sobre o setor, realçando os riscos de uma compressão mais forte dos *spreads* através de um possível acirramento da competição puxado pelos bancos públicos.

Concordamos que esses eventos representam riscos para os bancos privados, no entanto achamos que seu impacto poderá ser limitado por algumas razões. Uma parte das reduções dos juros apresentada até agora está relacionada simplesmente à queda da taxa Selic. Já os planos anunciados com quedas mais acentuadas nas taxas são oferecidos pelos bancos com algumas condicionalidades, como o pagamento do pacote de tarifas, a transferência da folha de pagamentos (no caso das empresas), o recebimento do salário no banco (no caso de indivíduos), entre outras exigências.

No segmento de pessoa física (PF), acreditamos que não haverá uma forte migração de clientes entre bancos por conta de juros menores. O modelo de distribuição de crédito com foco nos correntistas do banco (alavancado pela ampla rede de agências), o estreito relacionamento do banco com seus clientes através da oferta de diversos produtos e o melhor conhecimento do perfil desse cliente para o correto apreçamento de risco tornam essa relação cliente-banco bem defensável - seja pelo custo de troca percebido pelo cliente como pela seleção adversa que um novo banco deve enfrentar para buscar clientes de outros bancos. Assim, uma redução de *spreads* para algumas linhas de crédito para indivíduos pode não ser muito eficaz, além de representar riscos relevantes para a qualidade da carteira do banco que adotar tal postura.

No segmento de pessoa jurídica (PJ), as grandes empresas possuem diversas alternativas de financiamento, seja através dos bancos ou no mercado de capitais (doméstico e estrangeiro). Portanto, os *spreads* já são muito baixos para empresas desse porte e não devem se alterar.

Já na carteira de pequenas e médias empresas (PME), os *spreads* são altos. Apesar de uma grande parcela da explicação das taxas mais altas nessa carteira ser o maior risco de crédito

desse tipo de empresa, outro fator importante para manutenção de *spreads* altos é o modelo de atuação dos bancos nesse segmento.

No caso de empresas com faturamento anual de até R\$30 milhões (as pequenas empresas da base PME), existem dois aspectos importantes: o fato de esses clientes serem pulverizados demanda uma rede de atendimento bastante capilar (estrutura de agências dos grandes bancos); e a falta de informações confiáveis sobre a empresa, faz com que o relacionamento bancário de longa data seja muito valioso para o melhor entendimento do perfil desse cliente. Essas características geram efeitos parecidos ao descrito no caso do crédito para pessoa física (custo de troca mais alto e seleção adversa para bancos rivais).

No caso das empresas médias, onde a transparência dos balanços patrimoniais também é baixa e as alternativas no mercado de capitais são pouco relevantes (quando existentes), o financiamento costuma ficar concentrado num grupo de bancos (algo como 5 a 7 instituições). Tal estrutura é desejada tanto pelas empresas como pelos bancos. As primeiras buscam diversificar suas linhas de crédito com alguns bancos, seja para buscar uma agilidade maior na revisão de limites de crédito, como também para não ficar muito expostas a uma possível interrupção do crédito de um banco. Da mesma forma, os bancos não querem se expor ao risco total desses clientes e restringem o limite de crédito para cada empresa, fazendo com que esses clientes tenham que buscar outros bancos para suprir suas necessidades de financiamento. Essa estrutura, na qual os bancos não tem interesse em aumentar suas participações no endividamento total das empresas com que já atuam, ajuda a arrefecer um pouco a competição em taxas. Esse efeito é ainda mais relevante no cenário atual onde os bancos médios, muitos com nicho de atuação em PME, estão tendo uma dificuldade maior na captação de depósitos, o que limita a expansão da carteira de crédito dessas instituições e resulta em uma oferta de crédito menor e restrita aos grandes bancos para muitas empresas desse segmento, possibilitando menor pressão nos *spreads*.

“Em relação aos bancos públicos, um limitante para uma atuação mais agressiva é a possível restrição de capital por motivos regulatórios.”

Em relação aos bancos públicos, um limitante para uma atuação mais agressiva é a possível restrição de capital por motivos regulatórios. Tanto o Banco do Brasil como a Caixa Econômica Federal já possuem uma alavancagem elevada, e, com a adoção das novas regras de Basileia III, precisarão efetuar um aumento de capital. Quanto maior for a expansão de crédito desses bancos, mais cedo e maior serão suas necessidades de capital adicional⁽²⁾. Não achamos que tal fator impeça um crescimento forte da carteira dos bancos públicos (inclusive esses bancos já estão de fato apresentando um crescimento muito forte⁽³⁾), no entanto ele dificulta a manutenção dessa postura por muito tempo.

Por último, acreditamos que a relação do setor bancário com o governo seja muito mais amena do que a que transparece nos meios de comunicação, e que com uma retomada do crescimento da economia no segundo semestre, esse tema de redução dos *spreads* perderá importância na mídia.

Abaixo colocamos uma tabela para estimar o impacto no ROE advindo de uma compressão de *spreads* na carteira de PME e na carteira de PF. Nessa análise, consideramos estáveis os *spreads* na carteira de grandes empresas.

		Impacto no ROE (p.p.)			
		Variação do <i>Spread</i> de PME (p.p.)			
		1,00	0,00	-1,00	-2,00
Variação do <i>Spread</i> de PF (p.p.)	1,00	2,1	1,3	0,6	-0,1
	0,00	0,7	0,0	-0,7	-1,5
	-1,00	-0,6	-1,3	-2,1	-2,8
	-3,00	-3,3	-4,1	-4,8	-5,6

⁽²⁾ Vale lembrar que um aporte de capital do governo no patrimônio dessas instituições, aumenta as despesas primárias do Governo Federal, reduzindo seu superávit primário.

⁽³⁾ Nos dados de crédito de junho divulgados pelo Banco Central, o crescimento total do crédito em 12 meses estava em 18.1%, sendo puxado pelo crescimento dos bancos públicos (sem incluir o BNDES) que apresentavam crescimento de 35.9% enquanto os bancos privados nacionais cresciam apenas 9.6%.

Mudança da composição da carteira de crédito

Outra fonte de incerteza em relação aos bancos é o efeito que a mudança da composição (*mix*) da carteira de crédito pode gerar em seus resultados.

Temos observado por parte dos grandes bancos um foco cada vez maior em crescer em linhas com menor risco ou com mais colateral, como o crédito consignado e o imobiliário. Um ponto que chama a atenção nesse movimento é o fato dessas linhas possuírem spreads mais baixos do que as demais linhas para pessoa física (PF), implicando em uma redução potencial do spread médio dos bancos. No entanto, apesar de algumas linhas de crédito possuírem spreads menores, elas apresentam muitas vezes retornos superiores aos de outros produtos do banco.

“...apesar de algumas linhas de crédito possuírem spreads menores, elas apresentam muitas vezes retornos superiores aos de outros produtos do banco.”

Resolvemos fazer uma comparação entre essas duas linhas com alto crescimento – consignado e imobiliário – e a linha para veículos novos, que por sua vez tem apresentado crescimento muito abaixo da média dos outros produtos, e em alguns bancos até uma retração. A idéia na escolha desses três produtos é por representarem um bom exemplo de uma potencial mudança de *mix* na carteira PF dos grandes bancos. Quando estimamos⁽⁴⁾ o ROE de uma carteira estabilizada para cada um dos créditos mencionados acima, encontramos um resultado bem interessante: o crédito imobiliário possui uma rentabilidade superior ao consignado (originado na agência bancária), que por sua vez é mais rentável que o crédito a veículos novos.

Essa análise ajuda a ilustrar que a rentabilidade de cada linha é impactada também por outros fatores que não apenas o spread da operação. O primeiro deles está associado ao fato das linhas de consignado e imobiliário apresentarem inadimplência mais baixa que a de veículos. O segundo fator relaciona-se a capacidade do banco de se alavancar mais ao originar um crédito imobiliário, dado que o requerimento de capital exigido pelo BC para esse tipo de financiamento é menor que o requerimento para outras linhas de crédito⁽⁵⁾. E a última razão, e mais importante delas para a diferença de ROE, é a inexistência do pagamento de comissão para intermediários quando o crédito é originado dentro da agência. Esse é o modelo usual de atuação dos grandes bancos no consignado e no imobiliário. Entretanto, a importância de conceder o financiamento do veículo no momento da compra fez com que essa linha se originasse tipicamente fora das agências (nas concessionárias e revendedoras), havendo assim a incidência de comissão para os intermediários nesses pontos de venda no momento da concessão do crédito. O comissionamento impacta a rentabilidade desse financiamento por dois fatores: através do custo direto da comissão e também pelo risco de pré-pagamento. Esse risco vem do fato da comissão ser paga para os intermediários logo na originação do crédito enquanto que os juros são recebidos pelo banco gradualmente ao longo da duração do crédito até seu vencimento. Dessa forma, em caso de pré-pagamento, o banco que já arcou com os custos da comissão, terá o recebimento dos juros interrompido, sacrificando a rentabilidade da operação, que pode chegar a ser até negativa em alguns casos.

Outra mudança de *mix* relevante está em curso no segmento de PJ. As carteiras de PME devem continuar apresentando um crescimento mais forte do que a carteira de grandes empresas ao longo dos próximos anos. Esse movimento deve trazer um efeito positivo não só nos spreads, mas também na rentabilidade dos bancos.

Inadimplência

O atual nível de endividamento das famílias (gastos com pagamento da dívida – juros e principal – sobre a renda familiar) de 22,3%⁽⁶⁾ vem sendo apontado como um sinal de que estaríamos próximo de uma bolha de crédito no país, ou que ao menos não haveria mais espaço para a expansão do crédito sem um aumento relevante de inadimplência.

⁽⁴⁾ Imobiliário: spread líquido de encargos de 3% a.a.; prazo médio de 20 anos; comissão de 0%; perda com inadimplência de 1%. Consignado (originado na agência): spread líquido de encargos de 4.5% a.a.; prazo médio de 3 anos; comissão de 0%; perda com inadimplência de 1%. Veículos novos: spread líquido de encargos de 4.5% a.a.; prazo médio de 4 anos; comissão de 2.5%; perda com inadimplência de 2%.

⁽⁵⁾ O requerimento de capital estabelecido pelo BC para a concessão de crédito imobiliário é 50% do que é exigido numa operação normal (caso o valor do empréstimo não ultrapasse 80% do valor do imóvel financiado). No crédito consignado e de veículos o requerimento de capital é 75% do requerimento normal (caso a operação tenha prazo inferior a 60 meses).

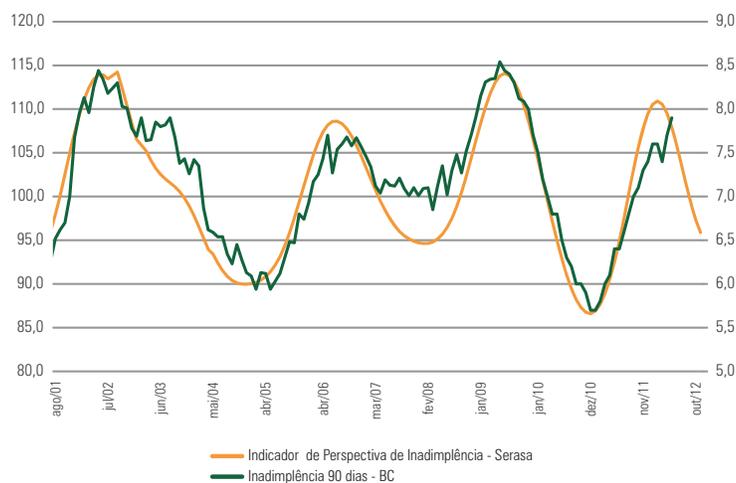
⁽⁶⁾ Dado referente a dezembro de 2011. Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira de março de 2012, divulgado pelo Banco Central.

“Essa postura mais conservadora dos bancos, aliada à aceleração da atividade econômica que esperamos para o segundo semestre, possibilitará, na nossa visão, uma redução da inadimplência das carteiras de crédito.”

No entanto, deve se destacar que no país os prazos das linhas de crédito ainda são muito curtos, e um alongamento dos prazos implica na redução da componente do principal nas parcelas das dívidas, possibilitando um crescimento do crédito sem representar um aumento relevante do consumo da renda das famílias com dívidas. De forma similar, a forte queda da taxa Selic (quando repassada para as taxas de crédito) possibilita a redução da componente de juros das parcelas e também auxilia na expansão do crédito. Além disso, o crédito imobiliário ainda é muito pequeno no país e apesar do crescimento desse tipo de linha representar um consumo adicional da renda das famílias, devemos lembrar que em grande parte esse crédito vem a substituir os gastos existentes com os aluguéis de imóveis⁽⁷⁾. A mudança do *mix* da carteira de crédito para modalidades com colateral, também ajudam a permitir um aumento da alavancagem do sistema pelo fato das garantias poderem ser usadas para suportar uma eventual incapacidade do devedor em suprir os pagamentos da dívida.

Acreditamos que dois fatores adicionais contribuíram para a atual inadimplência mais alta do sistema: a desaceleração recente da atividade econômica e uma postura mais agressiva dos bancos na concessão do crédito no final do ano de 2010 e início de 2011, especialmente na carteira de veículos. Desde então, os bancos têm se mostrado mais rigorosos em suas políticas de crédito e já começam a aparecer dados recentes de estabilização e até melhoria na qualidade das carteiras. Essa postura mais conservadora dos bancos, aliada à aceleração da atividade econômica que esperamos para o segundo semestre, possibilitará, na nossa visão, uma redução da inadimplência das carteiras de crédito.

Quando avaliamos alguns indicadores antecedentes de inadimplência como o Indicador de Perspectiva para Inadimplência da Serasa Experian e os dados de atraso de 15 a 90 dias divulgados pelo Banco Central, percebemos que a carteira PF já apresenta uma tendência de melhora importante. Os próprios bancos em seus últimos resultados trimestrais também sinalizaram para o mercado uma expressiva melhora em termos de qualidade de crédito nas novas operações realizadas, além de uma perspectiva de estabilidade ou até mesmo queda de inadimplência para o segundo semestre de 2012.



O objetivo do Indicador de Perspectiva para Inadimplência da Serasa Experian é antever, num horizonte de seis meses, em que fase do ciclo estará a inadimplência. No gráfico acima, juntamos o indicador, adiantado em seis meses, com a série de Inadimplência (90 dias) divulgada mensalmente pelo BC. É possível notar que o indicador se mostrou bastante aderente com a realidade dos dados de inadimplência do BC nos últimos anos, e sugere uma melhoria importante para os próximos meses.

⁽⁷⁾ Uma outra forma de pensar sobre o financiamento imobiliário: o comprometimento da renda com o financiamento decorre do pagamento de juros e principal. Em contrapartida, o cliente com o imóvel próprio deixa de arcar com o custo do aluguel (juros). Logo, o consumo adicional da renda mensal do cliente decorre apenas do valor do principal na parcela mensal do crédito. Como essas linhas de financiamento são longas (podendo chegar até 30 anos, ou seja, 360 meses), a parte do pagamento mensal referente ao principal é pequena. Assim, o aumento do endividamento do cliente não representa uma elevação relevante do comprometimento de sua renda quando levamos em conta os gastos anteriores com aluguel.

Além disso, vale destacar que os bancos brasileiros possuem provisões para devedores duvidosos (PDD) acima das exigidas pelo Banco Central, e apresentam altos índices de cobertura para os créditos atrasados, o que nos dá conforto de que em um cenário de menor inadimplência e melhor qualidade das novas safras originadas, os bancos conseguirão manter as Despesas de PDD num patamar inferior ao que está sendo realizado em 2012. Essa menor necessidade de provisionamento gera um efeito direto e positivo no lucro dos bancos.

Na tabela abaixo procuramos estimar o impacto que uma menor despesa de PDD como percentual da carteira de crédito poderia gerar no ROE dos bancos.

	Impacto no ROE (p.p.)	
Variação da Despesa de PDD / Carteira (p.p.)	0,50	-1,4
	0,00	0,0
	-0,25	0,7
	-0,50	1,4
	-1,00	2,8

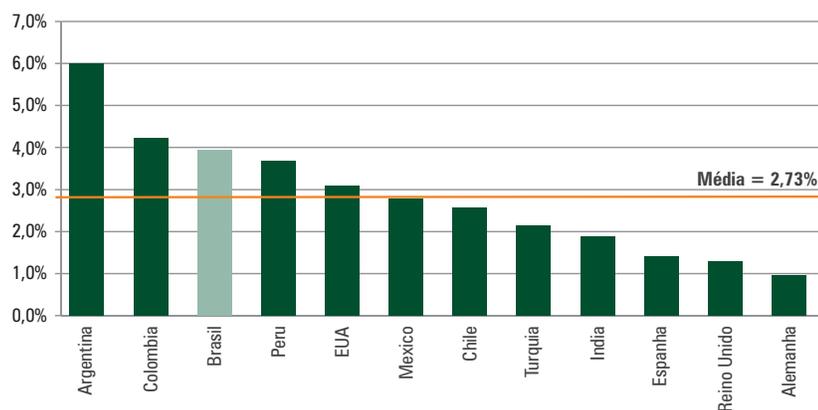
Eficiência / Oportunidade em redução de custos

Os últimos anos foram marcados por um processo muito forte de crescimento do crédito no Brasil. Para fazer frente a essa expansão do mercado, alguns bancos optaram pela estratégia de crescimento via fusão ou aquisição, enquanto outros focaram no crescimento orgânico através da ampliação da sua rede de agências por todo o país. Acreditamos que nesse ambiente muita gordura pode ter sido criada em termos de estruturas paralelas e ineficiências em processos e custos.

No cenário atual de menor crescimento do crédito, os bancos têm focado cada vez mais na otimização de processos e no controle de custos para melhorar sua eficiência operacional. Nossa percepção é que esse processo está apenas no início e existe muito espaço para diluição de custos no setor.

Quando comparamos os bancos brasileiros com bancos de outros países, podemos perceber que métricas de eficiência operacional como a de custos sobre ativos, por exemplo, encontra-se em um patamar bem pior do que os patamares internacionais.

“É importante ressaltar a relevância do tema Eficiência (...) quando olhamos para o volume de Despesas Operacionais dentro do resultado dos bancos podemos perceber que é da mesma ordem de grandeza da Margem de Crédito e bem superior à linha de Despesas de Provisão.”



É importante ressaltar a relevância do tema Eficiência sobre o resultado dos bancos brasileiros. Muito se fala sobre os impactos da compressão dos spreads ou da inadimplência no lucro dos bancos, entretanto quando olhamos para o volume de Despesas Operacionais dentro do resultado dos bancos podemos perceber que é da mesma ordem de grandeza da Margem de Crédito e bem superior à linha de Despesas de Provisão.

“...nossa aposta está na capacidade dos bancos de apresentarem um crescimento das despesas menor que o crescimento das receitas nos próximos anos...”

	2010	2011
Despesas Operacionais / Margem de Crédito	0,9x	0,9x
Despesas Operacionais / Despesas de Provisão *	2,5x	2,3x

* Líquida de Recuperação de Crédito

Sabemos que existem despesas estruturais no setor bancário com pouco espaço para reduções, como no caso das Despesas com TI, que, em nossa opinião, refletem uma necessidade cada vez maior dos bancos em investir em sistemas e plataformas tecnológicas não só para suportar o crescimento, mas também para reter sua base de clientes através de mais serviços e comodidade. Por outro lado, acreditamos que existem também despesas relevantes associadas à originação das operações de crédito, e num processo estrutural de alongamento dos prazos médios das carteiras, os bancos poderão apresentar uma relação menor de custos sobre ativos.

Em resumo, nossa aposta está na capacidade dos bancos de apresentarem um crescimento das despesas menor que o crescimento das receitas nos próximos anos, diluindo, assim, uma parte importante dos investimentos realizados nos últimos anos.

Abaixo procuramos estimar o efeito de um crescimento menor das despesas operacionais para os próximos três anos (2012-14) no ROE dos bancos. Ou seja, se os bancos conseguirem entregar 2p.p. de crescimento menor das despesas em relação ao crescimento das receitas, então o ROE teria um impacto positivo na ordem de 1.5p.p.

	Impacto acumulado no ROE (p.p.)	
Diferença de Crescimento das Despesas Operacionais pelos próximos 3 anos	1,0%	-0,8
	0,0%	0,0
	-2,0%	1,5
	-3,0%	2,2
	-4,0%	2,9

Caso tomássemos como base o *guidance* dos bancos para melhoria dos seus indicadores de eficiência (razão entre as Despesas Operacionais e as Receitas do banco) ao longo dos próximos três anos, a expansão de ROE acumulada poderia chegar a aproximadamente 3.6p.p. para o Itaú e 2.6 p.p. para Bradesco. Vale destacar que uma melhoria nesse indicador já seria resultado do efeito composto dos diversos aspectos discutidos, dado que uma compressão da margem financeira reduziria a receita dos bancos, e para atingir um mesmo valor do índice de eficiência, a redução de custos deveria ser ainda maior.

Basileia 3

A entrada em vigor das novas regras de Basileia (BIS III), a partir de 2013, traz dúvidas sobre a necessidade que os bancos brasileiros terão de levantar capital para cumprir os novos critérios de alavancagem.

Dentro dos critérios estipulados pelo Banco Central para o BIS III, o Capital Principal⁽⁹⁾ (*Common Equity Tier 1*) é o que trará as maiores dificuldades para os bancos se adequarem. Uma eventual necessidade de aumento do Capital Principal para um banco envolveria necessariamente uma emissão de ações ou maior retenção de lucros (menor distribuição de dividendos), o que, na nossa visão, geraria um impacto negativo no ROE dessa instituição.

⁽⁸⁾ Após um período de consulta pública, o Banco Central está concluindo a definição dos critérios e a expectativa é que as normas finais sejam divulgadas no 2º semestre de 2012 e estejam efetivas em 2013. A análise apresentada foi feita com base nos critérios propostos pelo Banco Central para a consulta pública, inclusive o seu cronograma de implantação.

⁽⁹⁾ Composto principalmente pelo capital das ações emitidas e lucro retido do banco.

“...não vemos a necessidade tanto do Bradesco quanto do Itaú de reforçarem o seu Capital Principal...”

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Capital Principal ⁽¹⁰⁾							
Itaú	13.5%	12.9%	12.4%	12.0%	11.6%	11.2%	11.6%
Bradesco	12.3%	11.6%	11.1%	10.6%	10.1%	9.6%	10.1%
Capital Principal Requerido pelo BCB ⁽¹¹⁾	4.5%	5.1%	5.8%	7.0%	8.3%	8.9%	9.5%

Em nossas análises⁽⁸⁾, não vemos a necessidade tanto do Bradesco quanto do Itaú de reforçarem o seu Capital Principal, mesmo mantendo a atual política de dividendos (35% do lucro). Aliás, o Itaú poderia até aumentar os seus dividendos.

Nível de ROE Sustentável

Após passarmos pelos pontos que julgamos serem os mais importantes para a discussão do nível de ROE sustentável, apresentamos abaixo uma tabela que ajuda a ilustrar o somatório dos impactos no ROE dos bancos, mencionados ao longo da carta, para três cenários diferentes: um otimista, um pessimista e o nosso cenário base.

Vale destacar que para essa análise não consideramos alguns dos efeitos discutidos anteriormente como: a mudança de *mix* da carteira, o maior espaço para o crescimento do crédito em função da queda da taxa de juros, além da capacidade dos bancos em reter parte da queda do seu custo de captação sem repassá-la para os clientes.

	Caso Pessimista	Caso Base	Caso Otimista
Taxa Selic média (longo-prazo)	8%	9%	9%
Varição do Spread PF	-3,00	-2,00	-1,00
Varição do Spread PME	-1,00	-1,00	0,00
Varição da relação Despesas de PDD/Carteira	0,00	-0,25	-0,50
Diferencial de crescimento Despesas Operacionais vs Receitas	-2%	-3%	-4%
Impacto Acumulado no ROE (p.p.)	-5,9	-2,4	1,1
ROE 2011*	21,7%	21,7%	21,7%
ROE de Longo-Prazo	15,8%	19,3%	22,8%

* média do ROE do Itaú e do Bradesco em 2011.

Em nosso cenário base optamos por não utilizar o *guidance* de indicador de eficiência dos bancos, pois dado o novo cenário de taxa de juros da economia, o crescimento menor do crédito e a compressão de spreads, acreditamos que o crescimento da margem financeira dos bancos pode ser inferior a que estaria embutida nas projeções divulgadas inicialmente para seus indicadores de eficiência. Além disso, como os ganhos com controle de custos e com melhoria de processos podem ser mais graduais, decidimos utilizar projeções mais conservadoras.

⁽¹⁰⁾ Considera reversão do excesso de provisão para devedores duvidosos, atualmente, existente nos bancos.

⁽¹¹⁾ Inclui os buffers de conservação e anti-cíclico.

“The real insight you get about a banker is how they bank. You’ve got to see what they do and what they don’t do. Their speeches don’t make any difference. It’s what they do and what they don’t do. And what Wells didn’t do is what defines their greatness.”

*Warren Buffett,
sobre o banco Wells Fargo*

“Temos também uma confiança muito grande na capacidade das diretorias, tanto do Bradesco quanto do Itaú, de continuarem entregando ótimos resultados, e o pilar fundamental para isso é o alinhamento que enxergamos na estrutura hierárquica e societária dos dois bancos.”

Bradesco e Itaú

Tendo em vista os possíveis cenários de ROE de longo-prazo apresentados na seção anterior, calculamos qual seria a TIR⁽¹²⁾ (taxa interna de retorno) para o nosso investimento em ações do Itaú e do Bradesco.

Bradesco			Itaú		
		TIR			TIR
ROE de Longo-Prazo	15%	12,5%	ROE de Longo-Prazo	15%	12,8%
	17%	13,6%		17%	13,9%
	19%	14,7%		19%	15,0%
	21%	15,7%		21%	16,1%
	23%	16,7%		23%	17,1%

* preços das ações em 31/07/2012

Uma boa maneira de descrever a nossa visão sobre o Bradesco é através do comentário (ao lado) feito por Warren Buffett sobre o banco Wells Fargo. Da mesma forma, achamos que um grande diferencial do Bradesco está no que ele deixou de fazer ao longo do tempo. O banco manteve uma estratégia consistente de crescimento e rigor na concessão de crédito nos últimos anos, estando fora ou sendo impactado de forma muito menos severa do que seus pares nos diversos casos recentes de inadimplência mais crítica, como em 2008 no caso dos derivativos com duplo indexador (“target forward”), ou nos últimos dois anos no caso do crédito a veículos (originado em 60 meses e sem entrada). Essa maior prudência demonstrada nos últimos anos e as menores incertezas sobre a carteira de crédito atual do banco, podem justificar, na nossa visão, uma menor taxa de desconto para o banco em relação aos seus pares.

Em relação ao Itaú, não acreditamos que a originação de algumas carteiras de crédito de pior qualidade nos últimos dois anos deva tirar o mérito e a capacidade do banco de gerar valor para o acionista no longo prazo. Na verdade, entendemos que a diretoria do banco demonstrou eficácia ao identificar os problemas e rever a estratégia de atuação em alguns segmentos. Além disso, esperamos que à medida que essas carteiras com maior inadimplência, especialmente a de veículos, forem vencendo e o saldo de provisões for completamente reconhecido, o banco conseguirá mostrar novamente todo o seu potencial de rentabilidade.

Temos também uma confiança muito grande na capacidade das diretorias, tanto do Bradesco quanto do Itaú, de continuarem entregando ótimos resultados, e o pilar fundamental para isso é o alinhamento que enxergamos na estrutura hierárquica e societária dos dois bancos. Apesar de bem diferentes entre si, ambas as estruturas conseguem apresentar os incentivos necessários para uma gestão prudente e alinhada com os interesses dos acionistas minoritários. Essa característica é importante em qualquer setor, mas em um setor onde existe uma enorme assimetria de informação entre a diretoria e os acionistas, visto que operações realizadas hoje podem gerar ganhos no curto prazo, mas potenciais riscos no futuro (como acontece no negócio dos bancos), tal alinhamento é fundamental.

No caso do Itaú, vemos um alinhamento claro e direto onde o principal executivo, Roberto Setubal, é também um grande acionista do banco, minimizando possíveis conflitos de interesse entre a diretoria e os acionistas. No caso do Bradesco, o modelo de carreira fechado também traz alinhamentos adequados: os funcionários geralmente entram na base da pirâmide hierárquica do banco, vão ao longo da vida profissional acumulando conhecimento e os que se destacam, depois de muitos anos, vão assumir as posições de diretoria, onde têm uma parte relevante da remuneração baseada em ações do banco, e que só podem ser vendidas quando deixarem

⁽¹²⁾ Para calcular os valores utilizamos o modelo de crescimento de Gordon. Nossas premissas são iguais para os dois bancos: ROE de 20%, com uma política de distribuição de dividendo de 35% do lucro, para os próximos 3 anos (inclusive 2012); e a partir de 2015, o ROE de longo-prazo variando de acordo com a tabela (entre 15% e 23%), com crescimento real de 3% e uma inflação de 4.5%.

a instituição. Acreditamos que esse modelo traz uma capacidade de selecionar, de fato, os melhores funcionários para posições de destaque dentro do banco, além de um forte incentivo de longo prazo, o que julgamos ser importante para manter a diretoria alinhada com os objetivos dos acionistas.

Para finalizar, na tabela abaixo apresentamos nossas estimativas para os múltiplos P/L (preço sobre lucro) e P/VP (preço sobre valor patrimonial) do Itaú e do Bradesco. Além disso, para melhor comparar a operação dos dois bancos, apresentamos também os múltiplos com três ajustes: excluimos os investimentos⁽¹³⁾ que o Itaú e o Bradesco têm em outras empresas listadas em bolsa; revertemos o excesso de provisão para devedores duvidosos que os bancos carregam, mantendo apenas o estoque de provisão requerido pelo Banco Central; e desconsideramos o ganho de capital com a marcação a mercado da carteira de títulos disponíveis para venda que está contabilizado no valor patrimonial.

	Bradesco	Itaú
P/VP	1,9	1,9
P/VP Ajustado	1,7	1,8
P/L 2013	8,8	9,0
P/L Ajustado 2013	8,3	8,7

* *preços das ações em 31/07/2012*

Realmente, as notícias sobre o setor bancário no Brasil não tem sido muito animadoras. No entanto, esperamos que nossos investimentos, aos preços atuais, em duas das melhores empresas brasileiras, donas de franquias extraordinárias e com diretorias competentes e alinhadas venham a ser motivo de boas notícias para nossos cotistas no futuro.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão do Selection.

⁽¹³⁾ No caso do Bradesco: Cielo, Odontoprev e Fleury. No caso do Itaú: Redecard e Porto Seguro.

Mais Informações

Diretoria Comercial
Christian Lenz

Assessoria de Investimentos

Felipe Cotrim Pedro Caratori
Julia Junqueira Renata Ferrite

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201