

Prezados investidores,

Na carta deste mês, gostaríamos de dividir um pouco mais o racional de uma posição que apenas mencionamos em nossa última publicação.

Seguimos em um posicionamento mais otimista com o setor bancário (sobretudo no relativo aos demais setores da Bolsa brasileira). É uma posição longe de consensual. Dessa forma, preparamos uma carta mensal um pouco mais longa que o habitual.

Afinal, os bancos representam uma clássica situação de *value trap*?

Por um longo período, mantivemos uma postura mais cética quanto às perspectivas de valorização do setor. São muitos fatores que levam a questionamentos sobre suas projeções: forte situação competitiva, enormes mudanças tecnológicas e culturais, queda dos juros de curto e médio prazo, redução de *spreads*, postura pró-competição dos órgãos reguladores na busca de menor custo de intermediação financeira e, mais recentemente, o crescente temor quanto à inadimplência em função dos efeitos na economia do Covid-19. Isso se traduziu em uma sequência de fracos resultados. Não somente vimos resultados ruins, mas também o crescente questionamento quanto à possibilidade de recuperação de desempenho ao longo do tempo. Como resultado, assistimos a um *derating* no setor (queda de múltiplos). Assim, as ações perderam duas vezes: menor resultado nominal e menor múltiplo sobre este menor resultado.

Até o tradicional encontro anual do Federal Reserve (Fed) em Jackson Hole (Wyoming/ EUA) em agosto de 2020, mantivemos uma postura de menor exposição ao setor. Mas ali, o presidente do Banco Central americano, Jerome Powell, sinalizou uma mudança muito relevante na política monetária. O órgão iria trabalhar com uma meta de inflação média e não mais adotar a postura de subir juros de forma antecipada quando a inflação apontasse para 2%a.a. Agora, buscará uma inflação média por um período, podendo até ficar acima da meta usual de 2%a.a. por um tempo. Paralelamente a este movimento, Powell pediu de forma explícita uma política fiscal mais expansionista, sinalizando que o custo da inação seria maior do que resolver posteriormente o déficit fiscal. A intenção é bastante clara: dar um suporte ainda mais forte à retomada da atividade econômica.

Este evento mudou a nossa análise não somente para a economia, mas sobretudo para os setores de commodities e bancos (o que, para nossa Bolsa, é bem relevante em função da importância destes segmentos em sua composição).

Com o explícito apoio do Fed, busca-se incentivar ainda mais o crescimento. Na verdade, nosso entendimento é que só há uma saída para a crise: crescimento econômico - seja endógeno ou estimulado (para quem tem capacidade de endividamento a taxas atraentes para seguir por este caminho). Desta forma, nas economias desenvolvidas, na busca de maior crescimento econômico, haverá o papel central da política fiscal com o apoio velado dos Bancos Centrais (BCs).

Partimos então de uma premissa ainda mais forte na busca da recuperação da atividade e um desejo de aumento da inflação no mundo desenvolvido (DM), sobretudo nos Estados Unidos. Para mercados emergentes (EM), essa mudança de postura traz um cenário mais promissor de atividade, mas também de maior preocupação quanto à inflação. Para DM, a volta da inflação é muito mais um desejo, enquanto para EM é quase uma certeza. O efeito na curva de juros também é claro: aumento de juros na ponta longa. Neste ponto, reside uma diferença fundamental entre DM e EM. No mundo desenvolvido, os Bancos Centrais têm o poder de controlar o juros na ponta longa. Até no limite, o de implementar *Yield Curve Control* (YCC), evitando, assim que, o incentivo à atividade seja perdido pelo seu aumento. No entanto, em EM, a realidade é diferente. Em nossa visão, tanto a inflação será mais alta quanto a capacidade dos BCs em controlar a curva de juros é muito menor ou até inexistente. Desta forma, a curva de juros em EM trabalhará de forma estruturalmente mais inclinada. No caso brasileiro, há fatores adicionais: nossa frágil situação fiscal e o relevante volume de rolagens e emissões nos próximos 12 meses. É difícil vislumbrar uma curva muito menos inclinada.

Com a nova perspectiva de maior demanda global (pós Jackson Hole) e maior inflação no mundo emergente, o Brasil ainda enfrenta seu desafio fiscal. O Brasil vinha trabalhando com um nível de endividamento maior (medido como dívida/ PIB) que seus pares. Além de entrarmos na crise do Covid com uma situação de endividamento elevada, também executamos um dos maiores programas do mundo de suporte à população e às empresas. Não vamos entrar no mérito para tal decisão, nosso foco está nas consequências.

A incerteza quanto ao compromisso de maior disciplina fiscal levou a uma forte desvalorização cambial nos últimos 12 meses. O efeito colateral foi uma aceleração da inflação de *tradables* (bem visível na variação do IGPM de 12 meses em 20,92%). Há forte debate sobre o potencial de contaminação de outros preços em função da inflação corrente. Os mais otimistas defendem o forte hiato de produto. Não nos incluímos neste grupo. Não é essa a natureza desta inflação. Nosso cenário é que a forte pressão sobre as margens das empresas, evidenciada pelo IGPM, pode até ser absorvida no curto prazo em função de uma menor demanda, mas fatalmente será repassada para o consumidor com a recuperação da atividade (cenário base de 2021). Importante salientar que, do ponto de vista micro, o mundo pós-Covid será mais oligopolizado e o repasse de preço será ainda mais rápido. Cremos que o desafio fiscal aliado a uma inflação corrente já expressiva e potencialmente persistente com a retomada da atividade global e local resultará num ambiente inflacionário mais incômodo. Seria o setor bancário um hedge para aumento da Selic? Ou, de outra forma, considerando que 2% não seja os juros de equilíbrio de nossa economia, qual o impacto do futuro aumento de juros sobre a rentabilidade do setor e sobre a Bolsa?

Outro ponto que nos chama a atenção é a aparente inconsistência entre o PIB esperado pelo mercado e os resultados projetados para os bancos, sobretudo no tocante à PPD (Provisão para Devedores Duvidosos). Apesar de estarmos mais conservadores quanto ao crescimento do PIB em 2021 (no cenário Focus com PIB +3,31%), é difícil não conciliar este crescimento, se correto, com uma queda expressiva da PDD ao longo de 2021 e até uma reversão parcial do já provisionado ao longo de 2020. Uma expansão de PIB de +3%a.a. implica em forte crescimento de lucro quando comparado a 2020. Adicionalmente, mesmo no caso base de não reversão das provisões de 2020, o potencial de dividendos é expressivo.

Neste ambiente de curva de juros estruturalmente mais empinada, possibilidade de aumento da Selic por uma inflação mais persistente e recuperação da atividade (mesmo que mais fraca que a estimativa Focus), o setor bancário vem à mente como atrativa opção de alocação.

Outro debate frequente é sobre o *ROE (Return on Equity)* recorrente dos bancos.

Considerando o ROE do 3T20 como base (que nos parece conservador), nossas estimativas indicam que o ROE recorrente para os bancos privados poderia atingir com certa tranquilidade um patamar de 18%-20%:

ROE 3T20 (em torno de 15%) + crescimento mais robusto da economia (= menor PDD e melhora de mix com maior apetite para risco) + melhora de *spreads* com a curva de juros estruturalmente mais inclinada + potencial aumento da taxa Selic caminhando para juros de equilíbrio.

Desta forma, poderíamos ter uma dinâmica quase invertida em relação ao passado recente: melhores resultados (mesmo que não voltando aos tempos de pico de rentabilidade) e um ROE recorrente também mais elevado, o que poderia levar a um *re-rating* do setor (retomada de maiores múltiplos). Um potencial de valorização atrativo tanto absoluto quanto relativo.

Outro ponto interessante é a posição técnica favorável. O setor bancário é um setor muito representativo no Ibovespa e tem servido de *funding* para compra de ações de outros setores. O risco de um melhor desempenho poderia acarretar uma diminuição da posição *underweight* dos investidores.

Este é o cenário mais otimista. Obviamente há riscos a esta análise.

Como obstáculos, continuamos a ter a aceleração da competição, com menores custos de intermediação, sobretudo sobre *fee business*. Na linha de crédito, não acreditamos, no curto e médio prazo, na escalabilidade na competição por novos players. Mesmo a entrada das *big techs* poderia encontrar um ambiente regulatório menos amigável (assunto para outra carta). Outro fator de risco seria um menor crescimento da economia, mas isso afetaria a Bolsa como um todo. Como fator externo, o momento do setor globalmente pode até

melhorar na margem com uma maior inclinação da curva de juros. Mas temos juros estruturalmente baixos no mundo desenvolvido, seja por atividade e/ou inflação baixas ou por gestão de curva de juros pelos BCs. Difícil acreditar em um desempenho muito brilhante. Importante considerar que, mesmo lá fora, o efeito de maior atividade na margem já mostrou um impacto relevante sobre a PDD, levando a uma melhora dos resultados (vide os números do 3T). Mais uma vez, ressaltamos a aparente inconsistência na projeção de um crescimento econômico mais forte vs manutenção de provisionamento elevado nos resultados dos bancos.

Esta não é uma tese de investimento óbvia. Quem tentou no passado recente, perdeu dinheiro. É uma operação de carregamento mais difícil. No entanto, acreditamos que várias circunstâncias sofreram alteração para melhor, sobretudo a partir da postura do Fed na gestão de sua política monetária e seus impactos sobre atividade e inflação. Um melhor desempenho do setor deve estar à frente. Reforçamos que a única saída para a crise é o crescimento econômico! Sem crescimento, teremos problemas bem maiores e, mesmo assim, o desempenho relativo do setor pode ser interessante.

Muitos investidores e gestores que respeitamos discordam frontalmente deste raciocínio e vêem o setor como uma clássica *value trap*.

Momentos de inflexão são os de maior retorno para o investidor. A certeza custa mais caro.

Atenciosamente,
BLP Asset

Aviso Legal

A BLP não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Consulte a lista de distribuidores no site da Gestora. Os fundos BLP Multiestratégia I FIC FIM e BLP Ações I FIC FIA possuem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento recomenda-se a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo Administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais e do Regulamento do fundo antes de tomar qualquer decisão de investimento. Este documento tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da gestora. Fundos de investimento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. BLP Gestora de Recursos Ltda., CNPJ: 09.360.012/0001-00. Rua Joaquim Floriano, 940 – 2º andar cj. 22, São Paulo - SP, CEP 04534-004. Fone: (11) 4118-8670, e-mail contato@blpasset.com.br, site: www.blp.com.