

Caros investidores,

O ano de 2023 caminha para seu encerramento refletindo a expectativa que descrevemos em nossa carta relativa ao ano passado. Apesar de um cenário externo desafiador, com os juros americanos no patamar mais alto dos últimos 40 anos e a incerteza quanto aos planos do novo governo no Brasil, acreditávamos firmemente que o *valuation* das empresas mais do que refletiam esse cenário. Em conversas com nossos investidores enfatizávamos essa questão que muitas vezes não é percebida pelo grande público: as altas taxas de retorno implícitas no preço das ações se traduzem numa maior margem de segurança para os investimentos. E, invariavelmente, quanto mais incerto o cenário, maior tende a ser essa margem.

Acreditamos que este seja apenas o primeiro ano de uma normalização desse quadro. A escalada sem precedentes dos juros globais observada em 2022, agravada pelos estímulos governamentais excessivos durante a pandemia, começa a dar sinais mais claros de estabilidade. Além disso, os preços dos mais variados insumos já apresentam arrefecimento, refletindo o destravamento de gargalos nas cadeias de produção e o aperto monetário global mencionado acima. Vale também destacar que, no cenário doméstico, observamos o início do processo de afrouxamento da política monetária para patamares de juros mais razoáveis. Acreditamos que a conjunção desses fatores de “normalização” deva continuar contribuindo para um bom desempenho de nosso portfólio nos próximos anos, potencializando as características específicas de cada uma de nossas empresas investidas.

Com relação à Absoluto Partners, a empresa segue no caminho de busca de mais excelência e maturidade. Chegamos ao nosso quinto ano como um grupo coeso e que tem muito prazer em trabalhar junto. Para os mais “maduros”, já é nítida a identificação de traços do DNA da empresa nos mais jovens.

Nesta carta, voltamos a abordar o sistema financeiro brasileiro, cuja transformação consideramos um dos fenômenos mais relevantes no atual ambiente de negócios do país. Enquanto em nossa última comunicação tratamos sobre o modelo de negócios do Nubank, demonstrando o papel determinante que sua estrutura de custo eficiente tem para seu sucesso, exploraremos, dessa vez, esta mesma temática de custos sob a ótica dos bancos incumbentes.

Como procuraremos demonstrar, mudanças competitivas e regulatórias ocorridas nos últimos anos comprimiram a rentabilidade do varejo bancário em magnitude tal que uma completa revisão do modelo de negócio se faz necessária. Parte importante desse processo passa por uma agenda agressiva de redução de custos, com intensidade bastante superior ao que vimos até hoje. Dessa forma, acreditamos que este tema e seus desdobramentos, no futuro bastante próximo, ocuparão o *front seat* das discussões do setor.

O FUTURO DO VAREJO BANCÁRIO

Em nossa primeira carta, referente ao ano de 2019, discorremos a respeito de nossa visão prospectiva sobre o sistema financeiro nacional. Na oportunidade, já havíamos testemunhado a reorganização do setor de aquisição de cartões, que deixou cicatrizes e lições para os principais bancos do país. Tínhamos a expectativa que outros serviços financeiros, como investimentos, emissão de cartões e conta corrente, também passariam por mudanças semelhantes.

Hoje, verificamos que a transformação do setor foi até mais acelerada que prevíamos. A pandemia catalisou a digitalização da sociedade, a taxa de juros atipicamente baixa até 2021 acelerou a reorganização da poupança das famílias e, mais importante, novos entrantes foram extremamente competentes na oferta de serviços superiores, atingindo escala inimaginável até pouco tempo atrás. Além disso, mudanças regulatórias penalizaram materialmente a rentabilidade de certos produtos, como cheque especial e consignado.

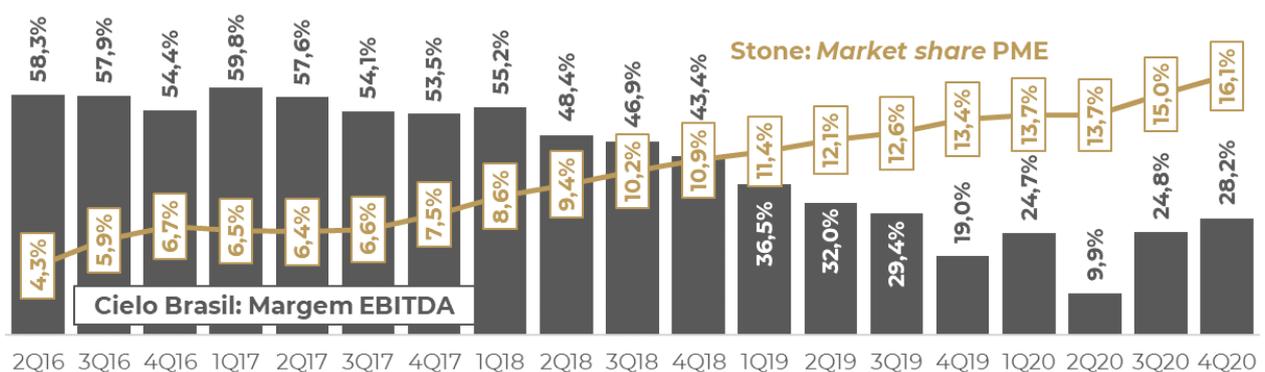
Como resultado, acreditamos que estamos diante de um momento crítico para o setor. **Estimamos que o ROE do negócio de varejo bancário para pessoas físicas esteja abaixo de 10%, em comparação a 20% a 30% no passado recente.** O cenário é ainda mais grave para bancos com maior concentração na baixa renda, visto que a rentabilidade do segmento pode estar inclusive em território negativo. Ainda que parte da explicação seja conjuntural em função do estágio do ciclo de crédito em que nos encontramos, acreditamos que fatores estruturais sejam preponderantes. Estimamos que para recuperar patamares razoáveis de rentabilidade, **os bancos precisem fazer um ajuste sem precedentes, reduzindo em mais de 20% sua base de custos.** Essa agenda deve fazer com que o ritmo de transformação do sistema financeiro acelere ainda mais.

Em um primeiro momento, demonstraremos neste documento as diversas pressões competitivas e regulatórias que levaram à significativa compressão dos retornos do setor nos últimos anos. Então, na sequência, abordaremos o ajuste de custo necessário para fazer frente a este cenário e possibilitar a recomposição da rentabilidade, uma vez que o atual ambiente competitivo não permite a utilização da alavanca de preço para a retomada dos retornos aos níveis históricos, conforme ocorria no passado.

Slowly then suddenly

Conforme mencionado acima, o primeiro negócio relacionado ao varejo bancário cujo ambiente competitivo mudou de forma importante foi adquirência, cuja contribuição para o lucro dos bancos privados¹ contraiu de um dígito alto em 2017 para um dígito baixo atualmente². Em nossa carta de 2019, demonstramos que o segmento começou a “chacoalhar” de forma mais aguda quando a Stone atingiu *market share* de aproximadamente 10% no segmento PME. A essa altura, o sucesso da empresa já não podia ser ignorado, uma vez que a inação de incumbentes resultaria em perdas cada vez maiores de mercado dada a natureza exponencial do crescimento do novo entrante. Além disso, a viabilidade econômica da Stone foi deixando de ser questionada à medida que sua rentabilidade ficava evidente. Era hora de agir: Cielo começou a praticar preços para novos clientes 30% menores no final de 2018 e a Rede deixou de cobrar pelo pré-pagamento de compras à vista no começo de 2019. Dessa forma, conforme ilustrado no gráfico abaixo, a deterioração até então lenta de rentabilidade acelerou bruscamente à medida que o primeiro incumbente reagiu de forma proporcional à mudança do ambiente competitivo, resultando em uma reação em cadeia de toda a indústria.

Margem EBITDA da Cielo Brasil vs. *market share* da Stone no segmento PME



Fonte: Absoluto Partners, dados das companhias.

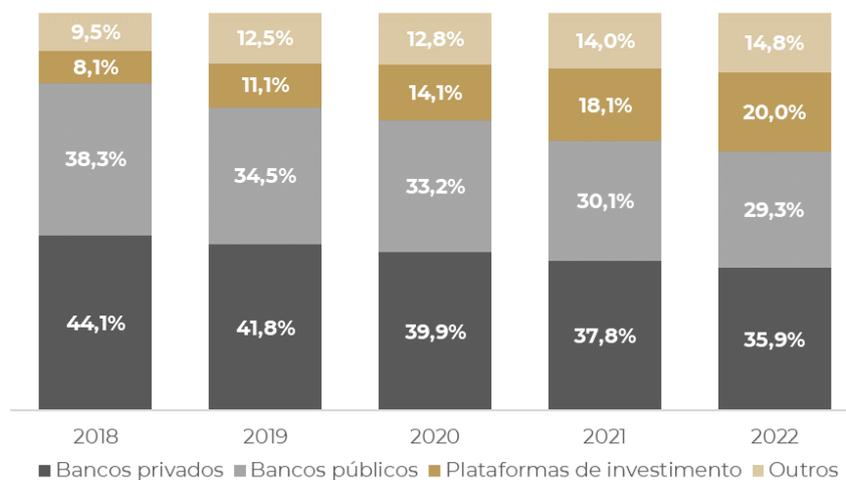
¹ Ao longo desta carta, tratamos como ‘bancos privados’ os resultados agregados de Itaú Unibanco, Bradesco e Santander Brasil.

² Como exemplo, Cielo Brasil (vertical de adquirência) contribuiu com 6,0% do lucro do Bradesco em 2017 e apenas 1,3% em 2022. Além disso, em 2017, a Rede representou 10,4% do lucro do Itaú Unibanco (excluindo amortização de intangível líquida de imposto), enquanto hoje, embora não seja mais possível aferir detalhadamente, consiste em uma fração desse montante.

Nos últimos anos, novos entrantes em investimentos, emissão de cartão e conta corrente também atingiram *market share* de dois dígitos. Analogamente ao que observamos no setor de aquisição, a mudança do ambiente competitivo tem provocado transformação mais acelerada desses segmentos e deterioração da rentabilidade dos *players* incumbentes, conforme discutiremos a seguir.

Em primeiro lugar, as plataformas de **investimentos** cruzaram 10% de *market share* de ativos sob custódia no final de 2019, especialmente em função do sucesso da XP. Como resposta ao crescimento exponencial de um novo entrante e aos indícios cada vez mais concretos sobre a transformação da indústria, os bancos incumbentes abriram gradualmente sua plataforma de investimentos para produtos de terceiros, reduziram taxas de produtos tradicionais e aumentaram a remuneração de seus produtos de captação. As medidas não somente comprometeram o *unit economics* do segmento, como também foram insuficientes para evitar a evasão de recursos, agravando o impacto da mudança do cenário competitivo.

Market share em investimentos

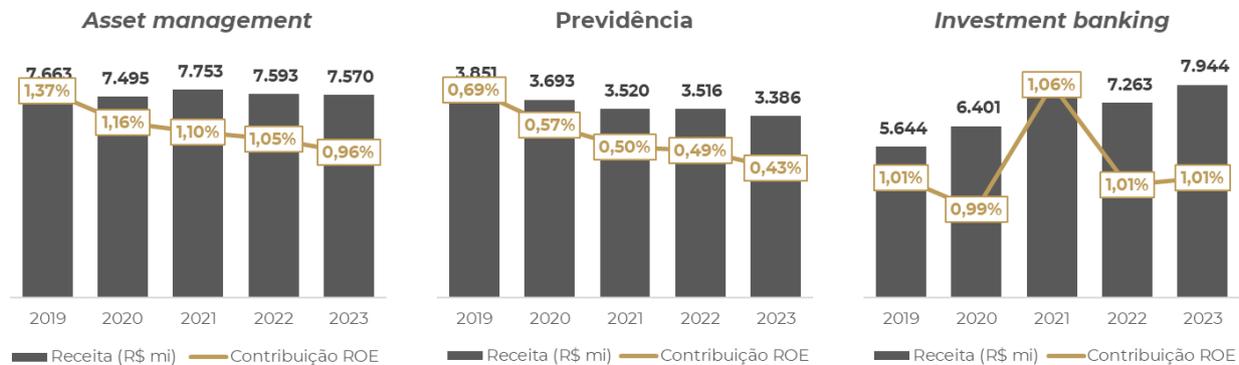


Fonte: Absoluto Partners, Anbima, dados das companhias.

O ambiente mais desafiador do segmento de investimentos tem implicações em diversos *profit pools* dos bancos, especialmente sobre custo de captação e receitas de *asset management*, previdência e *investment banking*. Como exemplo, a receita combinada dos três maiores bancos privados com *asset management* e previdência está em patamar semelhante ou inferior ao do ano de 2019, resultando em uma compressão de aproximadamente 70bps de ROE. Adicionalmente, o custo de captação de depósitos a prazo de um dos incumbentes, cujos dados permitem uma estimativa mais acurada, deteriorou quase 10 pontos percentuais (de ~65% para ~75% do CDI) em relação aos níveis pré-pandemia. Como atenuante, apesar de perda de *market share* para novos entrantes, a receita de *investment banking* dos bancos incumbentes teve performance mais resiliente, impulsionada pelo momento favorável da indústria.

Receita de *asset management*, previdência e de *investment banking*³

(R\$ milhões e % patrimônio líquido)



Fonte: Absoluto Partners, dados das companhias.

Apesar de a evasão de recursos ter diminuído no passado recente, acreditamos que a pressão sobre o segmento persista no futuro próximo. Nos últimos dois anos, enquanto o ambiente “micro” se manteve desafiador com o crescimento contínuo de plataformas de investimento, o “macro” foi favorável para os incumbentes, com o aumento da taxa básica de juros e o acúmulo de poupança no período “pós-pandemia”. Em adição a esses fatores, os bancos também passaram a explorar muito mais significativamente a emissão de instrumentos isentos, que ajudou a evitar evasão de recursos para plataformas de investimentos e a minimizar a deterioração do custo de *funding*. Entretanto, os vetores favoráveis estão se exaurindo: a política monetária já está em um ciclo expansionista, a poupança das famílias está convergindo para a média histórica e a disponibilidade de lastro para novas emissões de LCA, LCI e LIG está se esgotando⁴.

Interessante notar que, perante este cenário adverso em investimentos, temos acompanhado respostas dicotômicas entre os incumbentes. Enquanto determinados *players* investem há alguns anos na evolução da plataforma de produtos e na segmentação do atendimento a fim de mitigar (ainda que parcialmente) a deterioração do ambiente competitivo, observamos, mais recentemente, determinados bancos recorrerem a estratégias que consideramos insustentáveis. Voltamos a observar, por exemplo, captação significativa em fundos referenciados ao CDI com taxas de administração desproporcionais ao risco do produto, implicando em investimentos subótimos dos clientes⁵. Embora esse artifício possa “aliviar” resultados de curto prazo, a oferta de produtos com proposta de valor inferior representa uma oportunidade adicional para os concorrentes se diferenciarem, potencializando a migração de recursos no médio e longo prazo.

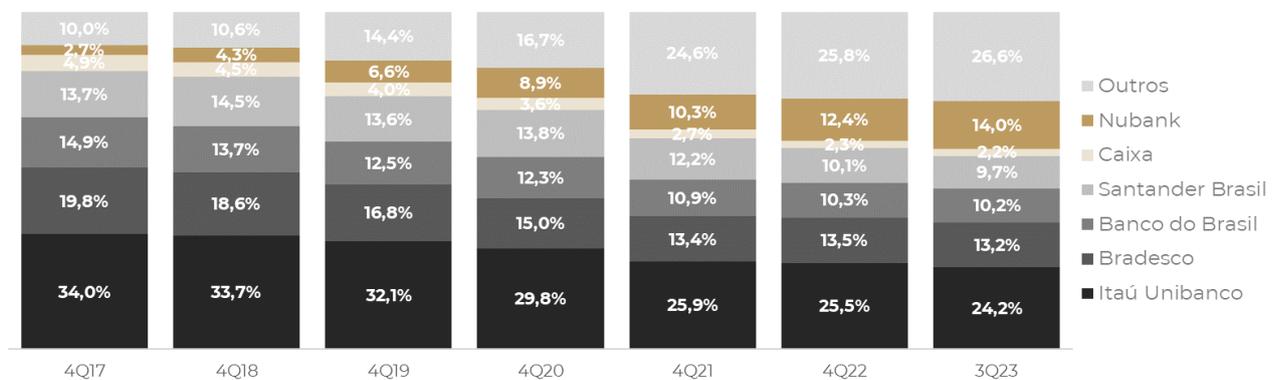
³ Receita de *asset management* desconsidera receita com administração de consórcio, que geralmente é adicionada na mesma rubrica nas demonstrações contábeis gerenciais dos bancos. Contribuição para ROE calculada a partir da receita e da alíquota marginal de imposto de renda.

⁴ Como exemplo, destacamos a captação líquida do fundo Bradesco Renda Fixa Simples Automático de R\$6, bilhões desde janeiro/2021, com a base de cotistas aumentando em 139K nesse período. O fundo tem taxa de administração de 1.50% e performance basicamente atrelada ao CDI.

⁵ O saldo de LCI e LIG sobre carteira de crédito imobiliário do Itaú Unibanco aumentou de 23.8% em 2019 para 87.1% no 3T23, do Bradesco aumentou de 53.2% para 74.7% e do Santander Brasil de 66.3% para 87.9%.

No segmento de **emissão de cartão de crédito**, por sua vez, o Nubank cruzou 10% de *share* do volume transacionado em 2021, conforme observado no gráfico abaixo. Nessa época, os bancos passaram a adotar uma postura mais agressiva no segmento, emitindo novos plásticos em velocidade inédita. Como descrevemos em nossa carta referente ao ano de 2022, tal iniciativa acabou se provando malsucedida em um curto espaço de tempo. A razão para o insucesso estava ligada a uma estratégia cuja concepção já nascia equivocada, uma vez que para muitos bancos foi pautada na crença de que o sucesso dos novos entrantes se dava em “mar aberto” (e.g. clientes sem vinculação), enquanto, na verdade, esses *players* haviam conquistado a principalidade no relacionamento. Interessante observar, inclusive, que hoje a ‘principalidade’ é amplamente reconhecida como um fator determinante para o sucesso da concessão do crédito.

Market share de volume financeiro transacionado de cartão de crédito



Fonte: Absoluto Partners, ABECS, dados das companhias.

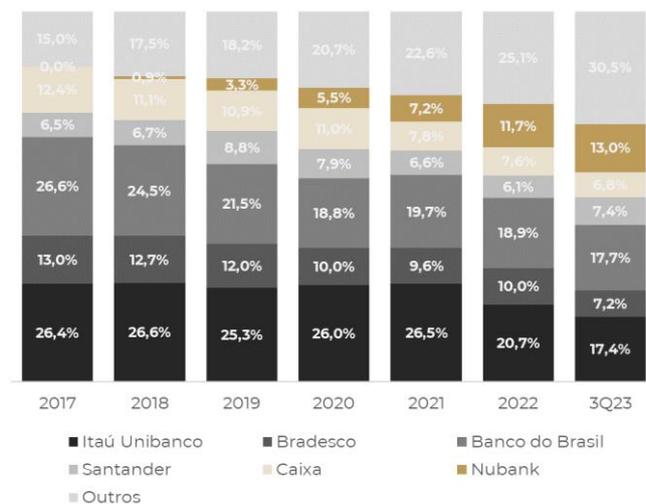
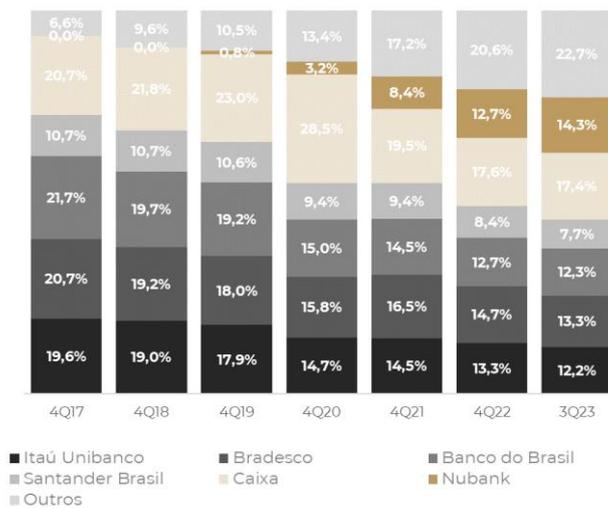
Após o insucesso dessa primeira reação dos bancos incumbentes, acreditamos que o passo seguinte consiste na aceleração da isenção de anuidade de cartões. Aliás, já temos observado esta linha de receita contraindo mais de 15% desde 2019, enquanto o patrimônio líquido dos bancos aumentou quase 30% nesse período, diminuindo significativamente sua contribuição para o ROE. Vale notar que, mesmo após essa contração, a tarifa de anuidade ainda equivale entre 5% e 10% do LAIR dos bancos privados, representando uma ameaça importante para a rentabilidade futura do setor. Importante destacar que a competição tem impacto particularmente nocivo quando ela se manifesta a partir de compressão de preço (i.e., não somente a partir de queda de volumes), afinal não há contrapartida em custo e, portanto, resulta em relevante desalavancagem operacional.

Adicionalmente, nos últimos anos, o crescimento significativo da indústria de cartões (CAGR 2018-2022 de 21,4%) compensou parcialmente a perda de *market share* dos incumbentes. Dessa forma, apesar da queda na participação de mercado, ainda verificamos crescimento de volume e receita de emissão de cartões dos bancos. Porém, o cenário mudou em 2023, com o crescimento da indústria desacelerando substancialmente. Além disso, esperamos que esse ritmo continue modesto nos próximos anos, em função do patamar recorde de comprometimento de renda das famílias. A desaceleração do mercado não somente deixa de compensar os impactos adversos oriundos da competição, mas também, inclusive, pode acentuá-los. Dado o ímpeto de muitas empresas de apresentar crescimento, a ausência de ventos de cauda para expansão de receita pode levar a posturas competitivas mais agressivas, podendo agravar as tendências mencionadas acima. Utilizando o mercado de adquirência como referência, já observamos uma das maiores adquirentes mencionar que a desaceleração do mercado está provocando mais canibalização entre os *players*.

A linha de **conta corrente**, por sua vez, também tem sido gradualmente mais pressionada nos últimos anos. Acreditamos que uma forma aproximada de aferir o *market share* desse segmento é através do volume financeiro de cartão de débito, uma vez que esse meio de pagamento “toca” diretamente o saldo da conta dos indivíduos. Em segundo lugar, o *market share* de depósitos à vista também é uma referência para a relevância de cada instituição financeira na prestação de serviço de conta transacional.

Market share de volume financeiro transacionado de cartão de débito⁶

Market share de depósitos à vista⁷



Fonte: Absoluto Partners, ABECS, dados das companhias.

Fonte: Absoluto Partners, BCB, dados das companhias.

Por fim, acreditamos que o *market share* de chaves Pix também seja um indicador pertinente, dado o sucesso estrondoso dessa nova ferramenta de pagamento e a propensão das pessoas de cadastrarem as principais chaves nas instituições em que concentram sua vida financeira. Os gráficos abaixo, por exemplo, indicam que o *market share* das principais chaves Pix (CPF, celular e e-mail) de cada um dos três principais bancos privados está em menos de 10%⁸. Além disso, a relevância desses *players* é ainda menos expressiva se considerarmos apenas o fluxo de novas chaves criadas, indicando perda de *market share* na margem. Finalmente, o Banco Central recentemente apontou que 40% do número de transações Pix foram recebidas por instituições de pagamento⁹, sugerindo que os *players* tradicionais também não são dominantes nas métricas de transacionalidade de Pix.

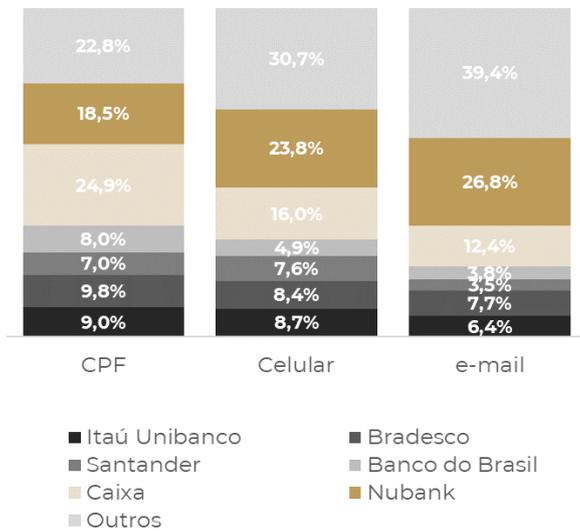
⁶ Estimamos o volume de cartão de débito do Bradesco assumindo faturamento por correntista similar ao do Itaú Unibanco.

⁷ Incluímos na análise o total de depósitos do Nubank que estimamos que não esteja investido nas “Caixinhas”. O dinheiro “parado” na conta do Nu é investido em RDBs e portanto é classificado como depósito a prazo, apesar de geralmente ter comportamento muito semelhante a depósito à vista. A análise também é imperfeita pois não considera o volume de “raspa conta” dos incumbentes, que também tem característica de depósito à vista mas é classificado como depósito a prazo. O exercício também inclui depósitos internacionais do Itaú Unibanco. Logo, a fotografia do *market share* não é acurada, mas a informação a respeito da tendência tem significância.

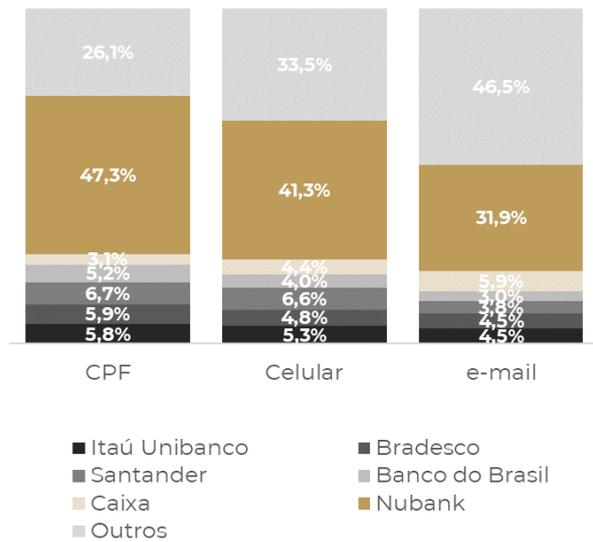
⁸ Excluímos da análise as chaves Pix aleatórias, pois acreditamos que os indivíduos, via de regra, escolhem as chaves Pix de celular, CPF e/ou e-mail nas instituições financeiras em que concentram seu relacionamento. Além disso, observamos que diversas instituições atribuem chaves aleatórias de forma quasi-automática a seus clientes ao abrir o *app*, mesmo que não tenham iniciado jornada para transação Pix. Portanto, preferimos não incluir as chaves aleatórias em nosso acompanhamento, uma vez que não é uma referência para contas correntes com engajamento relevante.

⁹ Dados do Relatório de Gestão do Pix referentes a novembro e dezembro de 2022. Preferimos analisar os dados referentes ao número de transações (ao invés de volume financeiro de transações) no contexto de discussão sobre conta corrente para pessoas físicas, uma vez que as transações B2B apresentam tickets muito mais elevados e distorcem o *market share* de volume financeiro. O segmento B2B, que acreditamos que seja dominado por bancos tradicionais, representa ~40% do volume financeiro de Pix e apenas ~3% das transações.

Market share de chaves Pix



Market share de adições líquidas de chaves Pix no 3T23

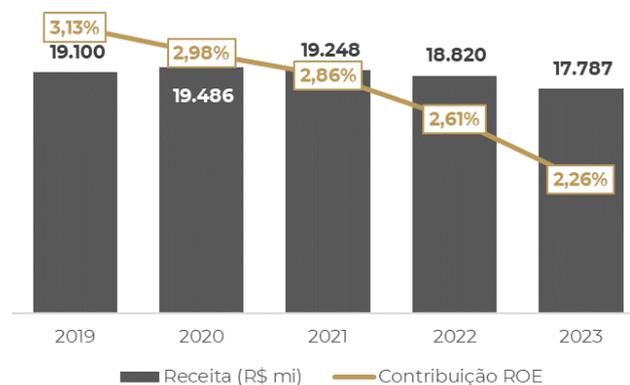


Fonte: Absoluto Partners, ABECS, dados das companhias.

Fonte: Absoluto Partners, BCB, dados das companhias.

Em função desse cenário, acreditamos que a cobrança de tarifas de pacote de conta corrente será cada vez mais desafiadora. Ilustrando esse quadro, a sobreposição entre a base instalada de *apps* dos incumbentes e a base de *apps* do Nubank está aumentando rapidamente. Plataformas de *data analytics* mostram que hoje aproximadamente 45% dos indivíduos com *app* instalado de Itaú Unibanco, Bradesco ou Santander também possuem o *app* do Nu, em comparação a cerca de 25% no final de 2019. O aumento desta sobreposição reforça que uma parcela cada vez maior dos clientes de bancos tradicionais já experimenta soluções de novos entrantes, dificultando ainda mais a cobrança dessas tarifas dada a disponibilidade de serviços semelhantes de forma gratuita. Sendo assim, a redução da receita de conta corrente, que já dragou mais de 80bps de ROE dos bancos nos últimos anos, deve passar a ser um detrator cada vez mais importante de rentabilidade.

Receita de conta corrente¹⁰ (R\$ milhões e % patrimônio líquido)



Fonte: Absoluto Partners, BCB, dados das companhias.

¹⁰ A receita de conta corrente reportada pelos bancos inclui tarifas cobradas não somente de pessoas físicas, mas também de pessoas jurídicas, que têm ganhado cada vez mais representatividade. As tarifas de pessoas jurídicas são mais resilientes uma vez que o ambiente competitivo não se modificou sensivelmente e, inclusive, a introdução do Pix tratou-se de uma alavanca adicional de monetização, ao contrário do segmento de pessoas físicas.

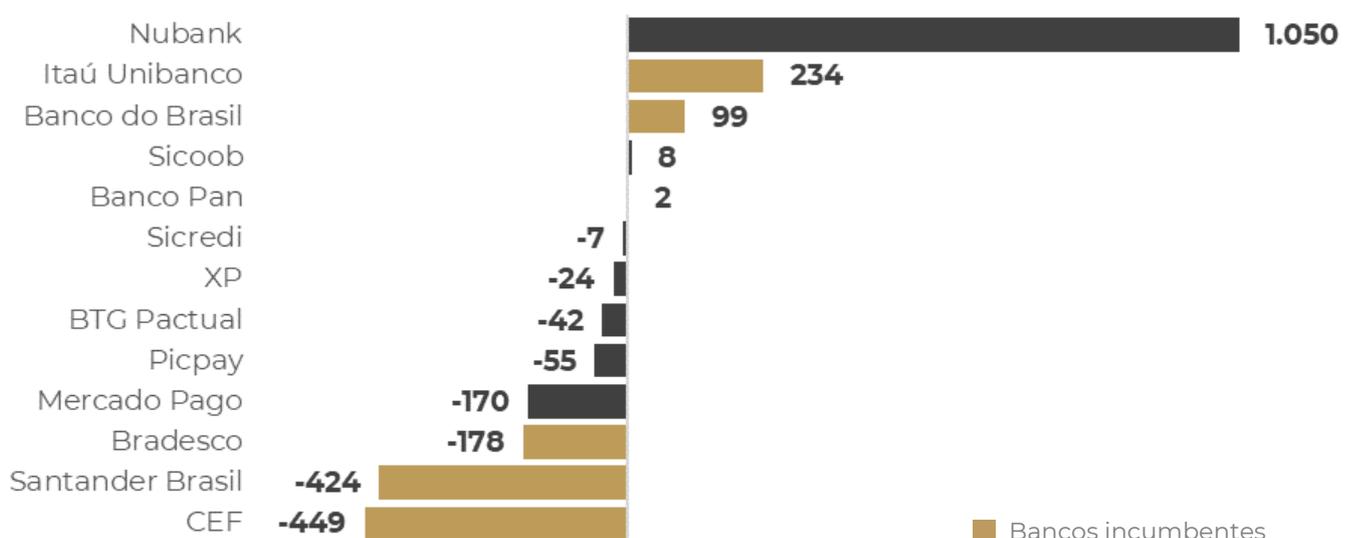
Novas ameaças no radar

Agravando as pressões competitivas que descrevemos até aqui, acreditamos que o *open finance*, cujo modelo no Brasil está se consolidando como referência global, possa potencializar a competição em diversos segmentos. Sua introdução ainda é relativamente recente, com a adoção mais significativa de instituições financeiras e de usuários apenas a partir da segunda metade de 2022. Como exemplo, o número de consentimentos ativos para compartilhamento de dados aumentou de 14 milhões no início do ano para 27 milhões atualmente (dados até out/2023). A iniciação de pagamento¹¹, por sua vez, ainda está incipiente, com muitas instituições ainda em fase de experimentação e alto índice de falhas. A última fase, relacionada a investimentos, começou apenas no final de setembro, a qual possui potencial de estimular significativamente a otimização de portfólios de investidores menos sofisticados.

A facilidade de comparação de produtos e de movimentação de recursos pode pressionar diversas linhas de negócios. Em breve, por exemplo, bancos digitais poderão apresentar notificação *push* para clientes com investimento na caderneta de poupança de incumbentes e demonstrar qual retorno obteriam caso migrassem o investimento para algum produto com risco equivalente de sua prateleira – e, enfim, oferecer a transferência desses recursos com poucos *clicks* por meio da funcionalidade de iniciação de pagamento. Desse modo, a tendência inexorável de migração dos clientes para produtos e serviços com melhor custo-benefício pode ganhar ainda mais tração com o *open finance*, que, por ora, tem sido mais bem explorado por bancos digitais, conforme demonstrado no gráfico abaixo. O Banco Central, inclusive, tem a visão que os indivíduos passarão a eventualmente adotar agregadores de serviços financeiros, que permitem que os clientes optem pelos melhores produtos e serviços de cada instituição e os consolide em uma única plataforma. Nesse ambiente, a cobrança de tarifas como conta corrente e anuidade de cartão de crédito fica ainda mais desafiadora.

Número de chamadas de APIs de compartilhamento de dados “líquidas” em out/2023

(recepções – transmissões; milhões de consentimentos)



Fonte: Absoluto Partners, Open Finance Brasil.

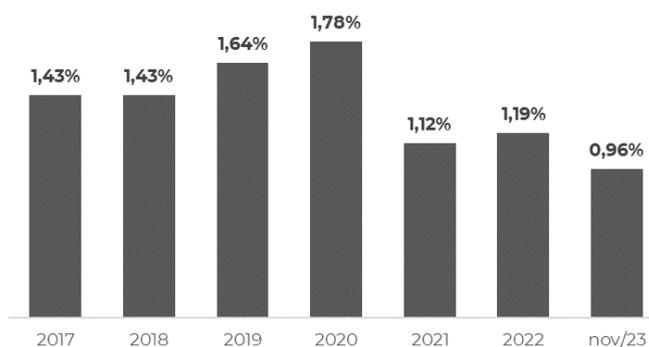
¹¹ A iniciação de pagamento permite que o usuário movimente a conta de uma instituição financeira a partir de ordens instruídas a outra instituição com que possui relacionamento.

Acreditamos que, ao longo do tempo, outras linhas de negócio também exigirão reação mais tempestiva dos bancos incumbentes. A migração gradual do relacionamento para novos entrantes, conforme elaborado acima, deve levar à migração de outros produtos conforme o portfólio destes *players* evoluir. Como exemplo, acreditamos que o Nubank já represente aproximadamente 20% da originação de crédito pessoal do sistema, em comparação a 11% em 2022 e 7% em 2021. Mais recentemente, o Nubank também lançou originação de crédito consignado de forma digital, sendo que já vemos outros *players* com iniciativas semelhantes. Vale destacar que crédito pessoal e consignado compõem uma parcela relevante da margem financeira de varejo dos bancos incumbentes, superando 30% em nossas estimativas. O crescimento de novos entrantes nessas linhas de negócio consiste em uma ameaça importante para as instituições tradicionais – por enquanto de forma gradual, mas que, em dado momento, pode ganhar força subitamente, conforme testemunhado em outros segmentos.

Decompondo a compressão de rentabilidade

Em adição a todas as pressões competitivas mencionadas até aqui, a regulação também vem tendo um papel relevante na compressão de rentabilidade do sistema financeiro. A atuação do regulador tem sido determinante tanto de forma indireta, ao remover barreiras para novos *players*, como também direta, ao impor restrições significativas para o setor. Como exemplo, o teto do intercâmbio de cartão de débito (out/2018), o teto da taxa de juros do cheque especial (jan/2020) e a extinção do *overhedge* (jan/2021)¹² consistiram em detratores estruturais de rentabilidade. Além disso, a introdução do Pix (nov/2020) resultou na compressão gradual das receitas de TED e DOC (ou até em sua extinção imediata em certos casos). Adicionalmente, o Congresso fixou a alíquota de imposto de renda dos bancos em 45% de forma definitiva (mar/2020), em comparação a 40% em 2019¹³. Por fim, os spreads cada vez mais baixos em crédito consignado, em função do teto mais rigoroso imposto pelo Conselho Nacional de Previdência Social, também consistiram em um ofensor importante de rentabilidade.

Spread de originação de crédito consignado INSS¹⁴



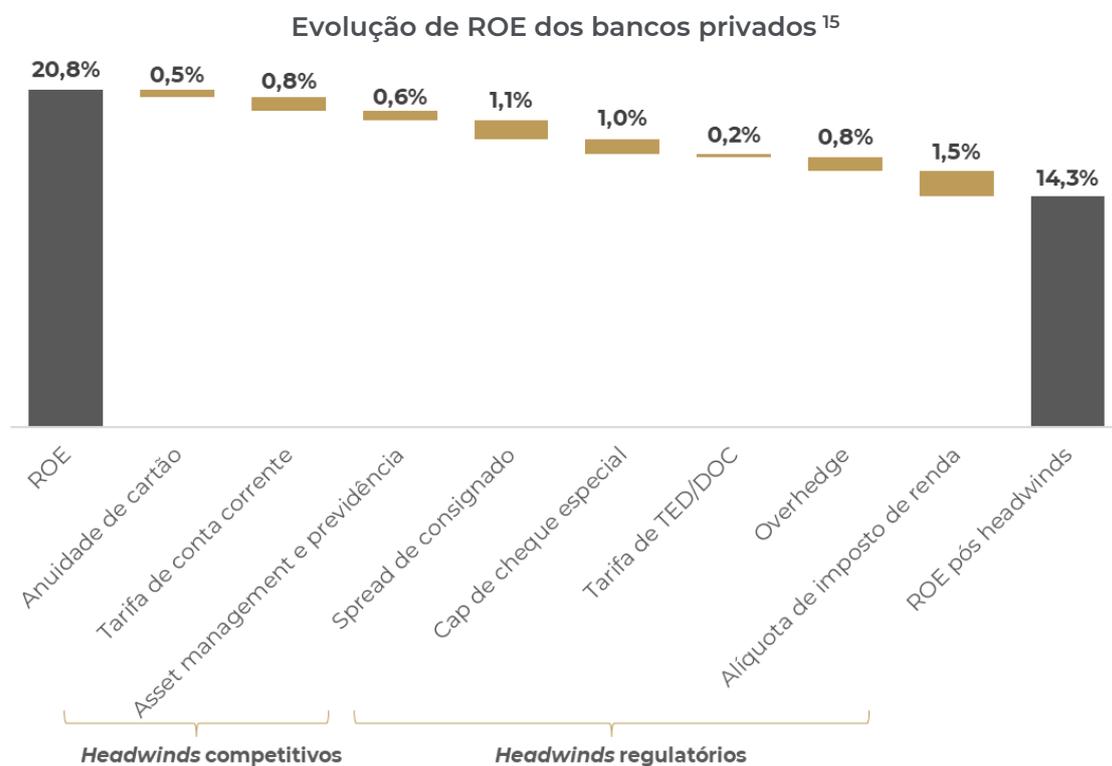
Fonte: Absoluto Partners, Conselho Nacional de Previdência Social.

¹² A extinção do *overhedge* foi faseada, com 50% da arbitragem tributária extinta em jan/2021 e 50% em jan/2022. O *overhedge* resultava da não-tributação do *hedge* cambial do patrimônio líquido dos bancos denominado em moeda estrangeira, enquanto o impacto da variação cambial sobre o patrimônio era sujeito a imposto. Dessa forma, o montante necessário de operação de *hedge* era muito superior (até ~1.9x maior) ao montante "hedgeado" para que o impacto da variação cambial no lucro líquido fosse neutro. Como resultado, os bancos auferiam resultado positivo oriundo do spread entre CDI e cupom cambial sobre o montante de *hedge* em excedente ao patrimônio líquido em moeda estrangeira, incentivando-os a alocar o máximo possível de patrimônio em dólares. Esse resultado foi extinto a partir da MP 930/2020, que "determinou a inclusão da variação cambial do investimento realizado por instituição financeira em sociedade controlada no exterior, que tenha cobertura de risco cambial (*hedge*), na determinação do lucro real e na base de cálculo da CSLL do banco controlador no país".

¹³ A alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) dos bancos foi majorada temporariamente de 15% para 20% entre dez/2015 e dez/2018, retornando para 15% em jan/2019. Em nov/2019, o Congresso aprovou o aumento da alíquota novamente para 20%, dessa vez de forma perene, com vigência a partir do final de fev/2020.

¹⁴ O spread de crédito consignado para aposentados pelo INSS é estimado a partir da diferença entre a taxa máxima imposta pelo Conselho Nacional de Previdência Social e o juro de 2 anos "forward" implícito na curva.

Somando as adversidades regulatórias e competitivas abordadas, estimamos que entre seis e sete pontos percentuais do ROE dos bancos tenham sido “perdidos” nos últimos anos. No gráfico abaixo, apresentamos um exercício em que expurgamos a contribuição de fatores que estavam presentes na rentabilidade dos bancos em 2019 e que foram extintos desde então, conforme descrevemos ao longo desta carta. No caso de fatores que foram apenas parcialmente suprimidos, como anuidade de cartão e tarifa de conta corrente, o valor destacado refere-se à diferença entre a contribuição atual para o ROE dos bancos e a contribuição dessas linhas no exercício de 2019. Na análise, ainda desconsideramos alguns dos impactos negativos que mencionamos acima, como a perda de *market share* em diversos segmentos.



Fonte: Absoluto Partners, dados das companhias.

Costaríamos de ressaltar o caráter ilustrativo, e, portanto, não exaustivo, do exercício acima, dada a vasta quantidade de variáveis influenciando a rentabilidade do setor. Dito isso, entendemos que a análise ajuda a elucidar a origem e a magnitude de alguns dos desafios estruturais enfrentados pelos bancos. Aliás, acreditamos que exista uma percepção imprecisa em relação à natureza da compressão de rentabilidade dos bancos. Apesar de reconhecermos que alguns *players* estejam sofrendo com fatores conjunturais, como qualidade de crédito e resultado de ALM¹⁶ pressionados, entendemos que a queda de rentabilidade tem caráter preponderantemente estrutural, uma vez que os detratores destacados acima não devem ser amenizados à frente. Conforme os *headwinds* conjunturais penalizem menos o setor, esperamos que a baixa rentabilidade de determinados bancos possa ser motivo de surpresa, demandando respostas mais incisivas de sua gestão. Aliás, temos a crença de que mudanças recentes no topo do quadro de executivos de um grande banco privado já sejam reflexo desse diagnóstico.

¹⁵ Na linha de contribuição negativa de conta corrente para o ROE, descontamos a contribuição de TED/DOC, a fim de evitar dupla contagem.

¹⁶ O resultado de ALM (*Asset and Liability Management*) tem, via de regra, sensibilidade negativa à queda da Selic, pois parte relevante do ativo tem natureza pré-fixada e é financiado por passivo com natureza pós-fixada. Determinados bancos eliminam essa exposição por meio de *hedge*.

E agora?

Há alguns anos, prevalecia a crença, muitas vezes acurada, de que adversidades impostas ao setor bancário eram, quase que inevitavelmente, compensadas por outras medidas adotadas pela indústria, como aumento de tarifas ou *spreads* para o consumidor. Em outras palavras, o setor “microeconomicamente” se ajustava e os retornos convergiam para os níveis anteriores. Hoje, o cenário é bastante diferente, já que as adversidades, agora, têm natureza competitiva. Este ambiente concorrencial mais hostil também potencializa o impacto de mudanças regulatórias adversas, uma vez que dificulta o repasse de preços. Em suma, não acreditamos mais em “*mean reversion*” de ROE dos bancos.

Dessa forma, temos a crença que a resposta para os desafios descritos ao longo dessa carta deva ser por meio da alavanca de custo, já que as alternativas para fomentar receita são limitadas. Em nossa última comunicação, cujo título era “*It’s about the cost*”, exploramos como a principal vantagem competitiva do Nubank era uma estrutura de custo mais eficiente, a qual passou a ser uma ameaça para os incumbentes. Como exemplo, é oportuno recapitular que a base de custo do Nu encontra-se em R\$10 bilhões por ano, enquanto a operação de varejo do Itaú, que consideramos a mais eficiente dentre os incumbentes, está em R\$40 bilhões por ano¹⁵. Essa discrepância de cerca de R\$30 bilhões se dá apesar de um número de clientes semelhante entre ambos e quantidade de correntistas do Nubank quase duas vezes superior à do Itaú.

“Acreditamos que o modelo de negócios do Nu pode ser definido como um “play de custo”, ao invés de um “play de receita”. Em outras palavras, o sucesso do modelo advém da capacidade de capturar parte do pool de receitas do sistema financeiro a um custo significativamente mais baixo, dividindo parte desse diferencial com os clientes. Isso, por sua vez, permite que o Nubank ofereça preços mais atrativos, que colaboram para uma proposta de valor diferenciada e, em última instância, resultam em ganho de market share relevante.”

Absoluto Partners, *It’s about the cost*, carta de 2022.

A dinâmica observada no segmento de varejo bancário nos remete ao universo de *commodities*. Novos entrantes possuem estrutura de custo substancialmente inferior (i.e., “*lowest cost producers*”) e, portanto, conseguem trabalhar com receita unitária mais baixa e, em última instância, cobrar menos pelo mesmo serviço, achatando a curva de custo. Os preços mais atrativos são então traduzidos em ganho de escala. Enfim, os “*high cost producers*” da indústria não devem conseguir igualar o preço de novos entrantes, ficando com negócios mais vulneráveis aos ciclos econômicos e até correndo o risco de serem expelidos do mercado. A busca de ganhos de eficiência passa a ser uma questão de sobrevivência.

¹⁵Dados do 3T23 atualizados. A operação de varejo do Itaú não considera *asset* e *wealth management* e banco de investimento, cujas receitas podem ser vinculadas à distribuição de varejo do banco e tratam-se de negócios a que o Nubank também tem exposição, ainda que mais limitada. O custo do Nubank inclui as operações de México e Colômbia, às quais e se dedicam quase 20% dos funcionários da empresa.

A fim de quantificar o tamanho do corte de custos necessário para a recomposição de rentabilidade do setor, vale destacar que a base de custos dos três principais bancos privados equivale a aproximadamente R\$150 bilhões. Considerando que o lucro antes de impostos desse grupo é de R\$85 bilhões, cada 1% de queda de despesas levaria a quase 2% de incremento de lucro. Em outros termos, um corte de 5% resultaria em um ganho de 1 ponto percentual de ROE na média do setor, sendo, portanto, uma importante alavanca para a retomada de rentabilidade. **Assim, com base no gráfico anterior em que identificamos detratores que resultam em um impacto de mais de seis pontos percentuais de ROE, acreditamos então que o corte de custos necessário seja da ordem de 20% a 30%.** Um senhor desafio.

Portanto, acreditamos que os esforços de corte de custos passarão a ser um tema cada vez mais presente nos debates sobre o setor. Inclusive, em uma nota mais positiva, o cenário atual apresenta oportunidades de eficiência, em função da queda material no fluxo das agências. De fato, temos ouvido de executivos de diferentes bancos que o fluxo total nas agências caiu em ~50% e as transações na frente do caixa em ~90% nos últimos dois anos. Logo, em teoria, a digitalização do consumidor e a menor demanda por pontos de atendimento físico podem permitir certa otimização do *footprint* dos bancos sem atrito relevante para parte da base de clientes.

Contudo, cabe destacar que a digitalização acelerada da sociedade faz com que a qualidade da experiência digital seja cada vez mais crítica para atração e retenção de clientes. Entendemos que esta tendência favorece *players* nativos digitais, que estão vocacionados a oferecer a melhor jornada de *banking* através do *app*. Além disso, o fechamento de agências mitiga a desvantagem competitiva dos novos entrantes para o relacionamento com determinados segmentos da sociedade que ainda valorizam a presença física. Aliás, a própria redução do parque de agências estimula a digitalização e retroalimenta a tendência de encolhimento da rede física.

Apesar de a agenda de eficiência ser encabeçada pelo fechamento de agências, entendemos que essa alavanca não é suficiente para alcançar o corte de custos almejado. Como exemplo, estimamos que o custo direto de uma agência seja, na média, entre R\$1mi e R\$2mi por ano, composto principalmente por até dois funcionários administrativos, aluguel ou depreciação de imóvel, mobiliário, segurança e transporte de valores. Nessa estimativa, não consideramos os gerentes de relacionamento, que, idealmente, continuam atendendo seus clientes em uma estrutura remota. **Dessa forma, a depender do banco, o custo direto com o parque de agências representa apenas entre 5% e 15% do total de despesas, sendo parte importante, mas insuficiente, dos esforços de readequação do modelo de negócios.**

Reforçando esse diagnóstico, os principais bancos privados já mencionam há muitos anos a importância da agenda de eficiência, com o número de agências diminuindo em 20% desde 2019, sem contrapartida de mesma magnitude na base de custos. Pelo contrário: a base de despesas dos bancos privados cresceu 12,7% entre 2019 e 2023, que, embora seja abaixo da inflação acumulada de 27,8%, não levou a um resultado próximo da queda nominal de custos. Esse quadro corrobora a necessidade de esforços que transcendam o fechamento de agências.

Adicionalmente, determinados obstáculos dificultam ainda mais a redução do custo de servir. Em primeiro lugar, o vínculo da maioria dos funcionários com o sindicato dos bancários resulta em reajustes salariais fatalmente acima de inflação e acarreta pressão contrária a ajustes no quadro de empregados. Além disso, os bancos possuem diversos passivos oriundos de processos cíveis e trabalhistas que transitam pelo resultado recorrentemente. Ainda, a necessidade cada vez mais iminente de aprimorar a experiência digital é inerente a investimentos que se somam à base de custo corrente, conforme ilustrado pelo investimento do Itaú em desenvolvimento de software de ~R\$4bi/ano. Finalmente, os bancos passaram a capitalizar contabilmente muito mais gastos nos últimos anos, os quais estão sendo empilhados e resultarão em despesas de amortização mais elevadas nos próximos exercícios .

Assim, entendemos que a agenda de corte de custos é cercada de desafios. Dada a urgência e a magnitude da revisão necessária, acreditamos que esse processo possa se dar de forma desorganizada e, quase que inevitavelmente, envolver “cortes na carne”, podendo comprometer a qualidade de atendimento aos clientes. Embora a agenda de eficiência seja inevitável, não descartamos que determinados *players* possam optar por não encará-la frontalmente em função dos riscos envolvidos e aceitem conviver com retornos inferiores aos níveis históricos.

Diante dessa tarefa desafiadora, será particularmente importante a disposição de ferramentas de gestão e de inteligência de negócios sofisticadas e uma estrutura de incentivos com alinhamento adequado. Caso contrário, a redução de custos pode acarretar deterioração adicional de rentabilidade, que, por sua vez, pode demandar mais corte de custos, desencadeando uma espiral negativa. O risco é exacerbado pelo contínuo acirramento do cenário competitivo, com novos entrantes ganhando cada vez mais escala e explorando gradualmente outros *profit pools* relevantes para os bancos.

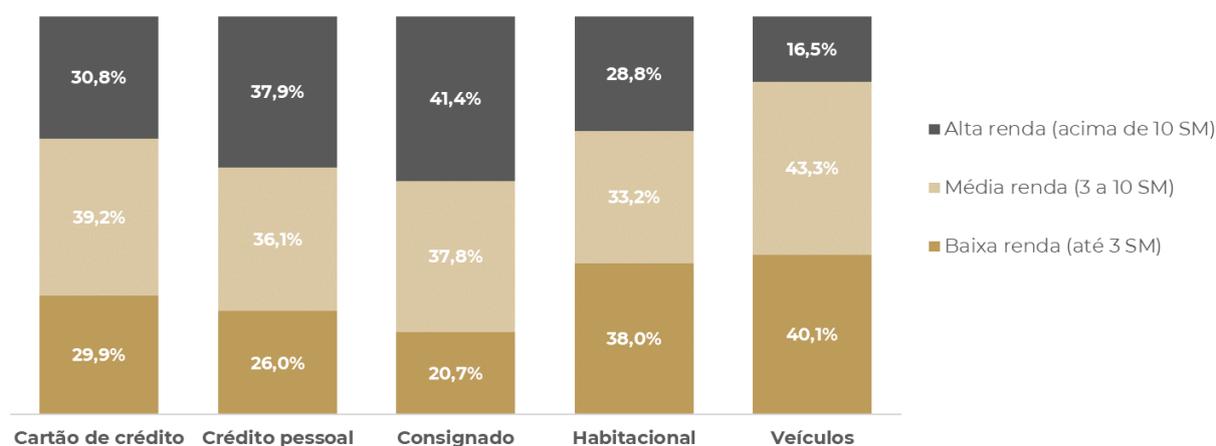
A dimensão da baixa e média renda

Achamos importante ressaltar que as conclusões a que chegamos até aqui, a respeito da necessidade de revisão profunda da base de custo, são especialmente relevantes no segmento de baixa e média renda. Nestes extratos, especialmente no de baixa renda, os novos entrantes têm obtido mais êxito, tornando a pressão competitiva mais relevante. Acreditamos que a deterioração de rentabilidade tenha sido muito mais acentuada nesses segmentos, enquanto as operações de varejo alta renda, PME e atacado apresentam mais resiliência. Sob outro ângulo, também verificaríamos queda de rentabilidade mais pronunciada no segmento de não-correntistas em relação ao de correntistas, sendo que a base de clientes não-correntistas possui grande sobreposição com a base de renda mais baixa.

A fim de avaliar a magnitude do desafio do segmento, aproveitamo-nos do *disclosure* mais detalhado que o Itaú divulga, discriminando a rentabilidade de suas operações de varejo e atacado. Enquanto a rentabilidade do atacado (ex Latam) subiu de 20% a 25% até 2019 para 30% a 35%, a do varejo caiu de 30% a 35% para 15% a 20% atualmente. Expurgando o retorno do negócio de PME do segmento de varejo, estimamos que o retorno do negócio de pessoas físicas esteja abaixo de 10% desde o começo de 2022. Este retorno de um dígito é ainda favorecido pelos subsegmentos de alta renda e de correntistas, que estão com performance saudável. Portanto, a rentabilidade de clientes de baixa e média renda e/ou não-correntistas é ainda mais comprimida, podendo estar próxima de território negativo. Por fim, vale lembrar que o Itaú é o banco privado com melhor rentabilidade, indicando que os demais bancos podem estar com performance ainda mais preocupante no segmento de pessoas físicas.

Importante destacar que as operações de baixa e média renda não se tratam de negócios de nicho – pelo contrário. Na realidade, pouco mais de 35% da carteira de crédito dos bancos incumbentes é destinada a clientes baixa renda (até 3 salários-mínimos), conforme indicado no gráfico abaixo. Além disso, pouco mais de 40% do portfólio refere-se ao segmento de média renda (entre 3 e 10 salários-mínimos), que, embora em menor magnitude, também apresenta rentabilidade pressionada e ainda dependente de tarifas menos sustentáveis, como conta corrente e anuidade.

Carteira de crédito de principais bancos do país (segmento SI) por faixa de renda



Fonte: Absoluto Partners, BCB.

Em virtude do exposto nos parágrafos anteriores, acreditamos que exista uma urgência de ajustes mais profundos nas operações de baixa e média. Em função da relevância desses segmentos, que também correspondem à parte preponderante da base de custo dos bancos, esse movimento deve implicar em transformações significativas no cerne da operação.

Implicações para o processo de investimento

Em suma, acreditamos que as mudanças competitivas e regulatórias apresentadas aqui e seus efeitos na rentabilidade do setor resultam em uma necessidade de cortes de custos sem precedentes pelos bancos. Esses movimentos, por sua vez, devem provocar aceleração do ritmo de transformação do sistema financeiro, afetando diversos grupos de empresas:

- I. Bancos incumbentes com exposição preponderante a baixa e média renda enfrentarão a difícil empreitada de diminuir significativamente o custo de servir e paralelamente evitar que esse movimento gere prejuízo à proposta de valor para seus clientes. A redução da presença física e da estrutura de atendimento deve “forçar” a aceleração da digitalização dos clientes, levando o ambiente de negócios para uma arena em que as vantagens competitivas dos incumbentes são menos evidentes.

- II. Bancos incumbentes com mais exposição a alta renda e atacado, embora também enfrentem desafios semelhantes, podem ter a rentabilidade mais preservada. O cenário mais dinâmico também deve fazer com que a performance operacional, outrora muito similar entre todos os *players* do setor, seja paulatinamente mais divergente, exacerbando as competências de gestão e de tecnologia de cada participante de mercado.
- III. Bancos digitais devem se beneficiar da aceleração da migração de *banking* para canais digitais, para os quais estão vocacionados. A transformação do varejo bancário e o encolhimento da estrutura de atendimento de incumbentes, especialmente para o público de baixa e média renda, consolida o modelo de negócio de banco digital, consistindo, por si só, em uma vitória importante para os novos entrantes.
- IV. Bancos de atacado e plataformas de investimento também devem se beneficiar do impulso adicional para a digitalização do sistema financeiro, que tem permitido desconcentração e barateamento do *funding*. A redução da presença física pode levar ao enfraquecimento do relacionamento dos bancos com suas bases de clientes, favorecendo plataformas de investimento independentes. Do lado negativo, os desafios no varejo podem suscitar mais pressão por crescimento no atacado e levar, por exemplo, a compressão de spreads nesse segmento.
- V. Varejistas possuem verticais de serviços financeiros que são impactadas pelas transformações abordadas, especialmente à luz do baixo potencial de principalidade dessas operações. Muitos clientes que tinham acesso a crédito preponderantemente por meio destes canais passaram a experimentar soluções alternativas com serviço e custo-benefício superiores e que ensejam vinculação do relacionamento. Assim como a presença física pode deixar de ser um diferencial para os bancos incumbentes, o parque de lojas também pode ser uma vantagem competitiva menos relevante para as financeiras ligadas às varejistas.

Conforme mencionamos na nossa carta de 2019, estamos atentos a todos esses movimentos e temos procurado refletir em nosso portfólio empresas que acreditamos estarem bem-posicionadas nesse ambiente. Nunca de forma temática, mas, sim, no curso normal do nosso processo de investimento.