

JORGE HARUO SHIMAZU

**ANÁLISE DO DESEMPENHO DE BANCOS DE VAREJO: O CASO DO BANCO
DO BRASIL, BRADESCO E ITAÚ.**

Monografia apresentada como requisito
parcial à obtenção do grau de bacharel em
Ciências Econômicas, da Universidade
Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Jose Wladimir Freitas da
Fonseca

CURITIBA

2010

TERMO DE APROVAÇÃO

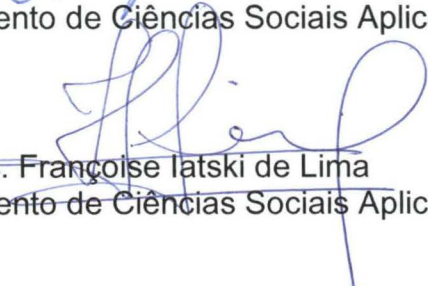
JORGE HARUO SHIMAZU

ANÁLISE DO DESEMPENHO DE BANCOS DE VAREJO:
O CASO DO BANCO DO BRASIL, BRADESCO E ITAÚ.

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. Jose Wladimir Freitas da Fonseca
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR


Profª. Msc. Dayani Cris de Aquino
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR


Profª. Msc. Françoise Iatski de Lima
Departamento de Ciências Sociais Aplicadas, UFPR

Curitiba, 01 de julho de 2010

DEDICATÓRIA

Dedico à memória de meus pais que reconheciam a importância de uma formação educacional de alto nível e sempre me incentivaram a me dedicar nos estudos, não poupando esforços para que seus filhos tivessem uma formação universitária.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família que me apoiou e me incentivou.

Agradeço aos meus professores pela paciência e pelo conhecimento transmitido.

Agradeço ao Professor Dr. Jose Wladimir Freitas da Fonseca pelas orientações e ajuda para concluir este trabalho.

Muito obrigado a todos.

E a Deus. . .

RESUMO

O presente estudo foi baseado na constatação de que o desempenho de algumas ações entre os anos 2001 a 2007 foi superior ao do Índice IBOVESPA, especialmente as ações dos três maiores Bancos nacionais de varejo do País: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú. O objetivo principal foi identificar as variáveis que possibilitaram o elevado desempenho das ações dos bancos em estudo, face ao Índice BOVESPA. Nestes termos foi estudado os principais fatos históricos do período para compreender as estratégias empregadas pelos bancos, além do estudo e aplicação da análise fundamentalista para explicar o desempenho das ações dos bancos de varejo.

Palavras-chave: Análise fundamentalista. Análise técnica. IBOVESPA. Rentabilidade. Desempenho. Índices. Valor intrínseco.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – EXEMPLO DE GRÁFICO DE BARRAS.....	31
GRÁFICO 2 - EXEMPLO DE GRÁFICO DE BARRAS E VOLUME.....	32
GRÁFICO 3 - EXEMPLO DE FORMAÇÃO CABEÇA OMBROS	33

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – RANKING DE PARTICIPAÇÃO NO SFN, EM R\$ MILHÕES, EM 2007.....	4
TABELA 2 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.....	6
TABELA 3 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007.....	6
TABELA 4 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO DE 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.....	13
TABELA 5 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007.....	13
TABELA 6 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO DE 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.....	20
TABELA 7 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007.....	21
TABELA 8 - VARIAÇÃO (%) DOS INDICADORES MACRO, PERÍODO 2001-2007.....	49
TABELA 9 - DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO PERÍODO 2001-2007.....	52
TABELA 10 - DIVIDEND YIELD NO PERÍODO.....	53
TABELA 11 - RENTABILIDADES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO E DO ATIVO TOTAL, NO PERÍODO 2001-2007.....	54
TABELA 12 - LPA NO PERÍODO 2001-2007.....	55
TABELA 13 - VPA NO PERÍODO 2001-2007.....	55
TABELA 14 – P/VPA NO PERÍODO 2001-2007.....	56
TABELA 15 - P/L NO PERÍODO 2001-2007.....	56
TABELA 16 - PREÇO JUSTO NO PERÍODO.....	57

ABREVIATURAS E SIGLAS

BB – Banco do Brasil

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CBD – Companhia Brasileira de Distribuição

CDB – Certificado de Depósito Bancário

CEF – Caixa Econômica Federal

CMN - Conselho Monetário Nacional

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor no Atacado

ON – Ordinária Nominativa

PIB – Produto Interno Bruto

PN – Preferencial Nominativa

SELIC – Sistema de Liquidação de Custódia

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 ANÁLISE HISTÓRICA DOS PRINCIPAIS INDICADORES PARA OS BANCOS: BRASIL, BRADESCO E ITAÚ	3
2.1 BANCO DO BRASIL	5
2.1.1 Fatos históricos e resultados	7
2.2 BRADESCO	12
2.2.1 Fatos históricos e resultados	14
2.3 ITAÚ	20
2.3.1 Fatos históricos e resultados	21
3 MÉTODOS DE ANÁLISE DE AÇÕES	27
3.1 ANÁLISE TÉCNICA (ANÁLISE GRÁFICA)	27
3.1.1 Teoria <i>Dow</i>	28
3.1.2 Teoria das Ondas de Elliot	30
3.1.3 Gráficos	30
3.2 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	35
3.2.1 Enfoque <i>Top down</i>	37
3.2.2 Enfoque <i>Bottom up</i>	38
3.2.3 Indicadores da análise fundamentalista	38
3.2.3.01 Liquidez corrente	39
3.2.3.02 Liquidez seca	39
3.2.3.03 Liquidez geral	39
3.2.3.04 Endividamento geral	40
3.2.3.05 Endividamento oneroso	40
3.2.3.06 Endividamento oneroso líquido	40
3.2.3.07 <i>Pay out</i>	41
3.2.3.08 <i>Dividend yield</i>	41
3.2.3.09 Rentabilidade do patrimônio líquido	42
3.2.3.10 Rentabilidade do ativo total	42
3.2.3.11 Lucro por ação - LPA	42
3.2.3.12 Valor patrimonial por ação - VPA	43
3.2.3.13 Índice preço / lucro- P/L	43
3.2.3.14 Preço / Valor patrimonial - P/VPA	45
3.2.3.15 Preço-justo	45
3.2.3.16 Outros indicadores	46
3.3 ANÁLISE TÉCNICA x ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	46
4 APLICAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	49
4.1 INDICADORES MACROECONÔMICOS	49
4.1.1 Crescimento econômico	48
4.1.2 Inflação	50
4.1.3 Taxa de juros	50
4.1.4 Caderneta de poupança	51
4.1.5 Ibovespa	51
4.2 INDICADORES DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	52
4.2.1 <i>Pay out</i>	52
4.2.2 <i>Dividend yield</i>	53
4.2.3 Rentabilidade do patrimônio líquido	53
4.2.4 Rentabilidade do ativo total	54

4.2.5 LPA - Lucro por ação.....	54
4.2.6 VPA - Valor patrimonial por ação.....	55
4.2.7 P/VPA – Preço / Valor patrimonial.....	56
4.2.8 P/L – Índice Preço / Lucro.....	56
4.2.9 Preço justo.....	57
5 CONCLUSÃO	60
REFERÊNCIAS	62

1 INTRODUÇÃO

É possível observar que entre janeiro de 2001 a dezembro de 2007, o mercado financeiro no Brasil apresentou variadas taxas de rentabilidade para as diversas modalidades de aplicação, sendo que, por exemplo, entre as mais conservadoras, o acumulado dos rendimentos anuais de 2001 a 2007 foi de apenas 81,31% para a caderneta de poupança e de 212,45% para a SELIC nominal, para uma inflação pelo IPCA de 62,26%¹, enquanto que, o acumulado da variação percentual do PIB nominal foi de 125,57%, para o mesmo período.

Observa-se também que durante o mesmo período, o acumulado da variação percentual anual do Índice IBOVESPA foi de 318,67%, sendo que o desempenho de algumas ações foi superior ao do Índice IBOVESPA, em especial as ações dos 3 maiores Bancos nacionais de varejo do País, com ações negociadas em bolsa de valores, que são: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú.

Diante desta constatação, por que as ações preferenciais e ordinárias dos bancos em questão valorizaram mais do que o Índice BOVESPA?

Em outras palavras, quais foram as estratégias de atuação adotadas por estes bancos para o período, que possibilitaram ter esse desempenho? E ainda, suas estratégias de atuação adotadas durante o período provocaram este resultado ou foi devido a outros fatores?

Considerando o desempenho do mercado de ações, durante o período analisado, como opção de investimento e além do fato das ações desses bancos terem historicamente elevada liquidez e ainda observando a variação nas cotações de suas ações, este estudo procura identificar as causas dessa variação.

O objetivo principal é identificar as variáveis que possibilitaram o elevado desempenho das ações dos bancos em estudo, face ao Índice BOVESPA. Para atingir este objetivo, este estudo propõe num primeiro momento fazer um histórico do comportamento dos indicadores no período de 2001 a 2007, dos bancos: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú. Num segundo momento, estuda-se a análise técnica e a análise fundamentalista para explicar o comportamento das ações. Num terceiro

¹ Os índices considerados para poupança, SELIC e IPCA, correspondem à taxa equivalente às taxas anuais do período em referência. Os índices para o PIB nominal e o IBOVESPA, correspondem à taxa da variação acumulada observada para o mesmo período.

momento aplica-se a teoria fundamentalista para explicar o movimento das ações dos bancos estudados. E por fim, apresentam-se as principais conclusões.

2 ANÁLISE HISTÓRICA DOS PRINCIPAIS INDICADORES PARA OS BANCOS: BRASIL, BRADESCO E ITAÚ.

O objetivo deste capítulo é apresentar uma análise histórica dos fatos que contribuíram para o desempenho dos 3 maiores bancos brasileiros de varejo, com ações negociadas na bolsa, ou sejam: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú, tendo em vista que a cotação de suas ações obtiveram desempenho superior ao Índice IBOVESPA, no período de 2001 a 2007, tendo sustentabilidade, dentro dos critérios da análise fundamentalista, apesar das dificuldades econômicas que afetaram grande parte da economia.

Verificando que estes bancos tiveram substancial valorização na cotação de suas ações, será feita uma análise da estratégia utilizada e da atuação de cada empresa para obter seus resultados, bem como se procurará identificar os fatores que influenciaram e sustentaram esta valorização, tendo em vista que o mercado de ações é muito volátil e sujeito a muitas influências, que causam as constantes variações de preços, tais como fatores econômicos internos, externos e fatores especulativos.

Também a análise será limitada a estes 3 bancos, tradicionalmente dedicados a atividades de intermediação financeira e prestação de serviços bancários, fonte de suas receitas, decorrentes do *spread* bancário e da cobrança de tarifas sobre serviços, considerando que tratam-se de empresas que têm ações negociadas em volume expressivo, com elevada liquidez, que permitem o acompanhamento de seu desempenho e também por que suas ações não sofreram alterações expressivas, no tipo de ação, durante o período de 2001 a 2007 e também por que somente estes 3 bancos representavam em 2007, 36,38 % dos ativos totais do Sistema Financeiro Nacional e acrescentado mais 9,75% de participação da CEF, que não tem ações negociadas em bolsa de valores, chega-se a uma participação de 46,13% dos ativos totais do Sistema Financeiro Nacional, onde percebe-se que as instituições financeiras de varejo estão inseridas numa estrutura onde o mercado é dominado por alguns bancos, com a liderança de mercado dessas empresas, conforme apresentado na tabela abaixo:

TABELA 1 – RANKING DE PARTICIPAÇÃO NO SFN, EM R\$ MILHÕES, EM 2007.

Ranking	Instituições	TC	Data	Ativo	% SFN	subtotal %
			Balancete	Total		
	BB	1	dez/07	357.750.243	13,979	
	ITAU	3	dez/07	288.768.338	11,284	
	BRADESCO	3	dez/07	284.446.796	11,115	36,379
	CEF	1	dez/07	249.636.819	9,755	46,133
Total 50 Maiores Bancos (Consolidado Bancario I)				2.209.434.400		
% Participacao 50 maiores Bancos (Consolidado Bancario I)				86,30%		
Total demais Bancos (Consolidado Bancario I)				36.058.504		
Total Consolidado Bancario I (101 Instituicoes)				2.245.492.904		
% de Participacao Consolidado Bancario I				87,80%		
	BNDES	1	dez/07	198.668.103		
	VOLKSWAGEN	4	dez/07	7.884.241		
	BANCO GMAC	4	dez/07	5.822.730		
	BRDE	2	dez/07	5.025.360		
	CNH CAPITAL	4	dez/07	4.651.284		
Total 5 Maiores Bancos (Consolidado Bancario II)				222.051.718		
% Participacao 5 maiores Bancos (Consolidado Bancario II)				8,70%		
Total demais Bancos (Consolidado Bancario II)				30.716.634		
Total Consolidado Bancario II (32 Instituicoes)				252.768.352		
% de Participacao Consolidado Bancario II				9,90%		
Total Consolidado Bancario III (1440 Instituicoes)				38.099.987		
% de Participacao Consolidado Bancario III				1,50%		
Total Consolidado Nao Bancario (298 Instituicoes)				22.746.701		
% de Participacao Consolidado Nao Bancario				0,90%		
Total do Sistema Financeiro Nacional				2.559.107.944		

FONTE: Bacen (2007)

Somente estes bancos detinham 36,38 % dos ativos totais do Sistema Financeiro Nacional, ou seja, dos R\$ 2.559.107 milhões dos ativos totais do Sistema Financeiro Nacional, detinham R\$ 930.965 milhões, caracterizando uma estrutura de oligopólio no mercado financeiro.

Para avaliação de seu desempenho está sendo utilizado um período suficientemente longo do desempenho passado, para que possa ser considerado representativo e possa reduzir as influências da sorte ou do azar (SANVICENTE e MELLAGI, 1996, p.112). Também foi escolhido um período de relativa estabilidade da moeda e da economia, para o qual foram localizados os parâmetros necessários para o estudo (2001 a 2007). Não foi considerado o período de 2008 e posteriores, devido a influência da crise financeira que abalou o mercado mundial e que teve reflexos no Brasil, que poderiam criar um viés na análise.

Também foram consultados os relatórios e demonstrativos financeiros das empresas analisadas, verificando suas estratégias de atuação no mercado para relacioná-las com o desempenho obtido no período de 2001 e 2007, visto que essas empresas têm em comum a preocupação em atingir melhores índices de eficiência, de forma ecologicamente correta e socialmente responsável.

Estes bancos seguiram uma estratégia semelhante, tais como investimentos maciços em processamento e em novas tecnologias, obtendo ganhos de produtividade com custos cada vez menores. Estes bancos que atuam no mercado de varejo também têm procurado aumentar sua participação no mercado, aumentando a sua base de clientes, através de aquisições de concorrentes ou através de parcerias em novos nichos de mercado (Banco Postal, Banco Popular), aumentando também sua receita com a cobrança de tarifas pela prestação de serviços.

Foi efetuado levantamento de alguns índices históricos relacionados com o desempenho observado durante o período de 2001 a 2007 para estes bancos e foram escolhidos alguns indicadores para análise da evolução do fenômeno histórico dessas empresas, tais como a variação percentual das variações das cotações de suas ações comparativamente com as variações percentuais anuais do lucro líquido, com a variação percentual do patrimônio líquido e a variação percentual do ativo total, para evidenciar a evolução do desempenho da ação, bem como o levantamento de fatos relevantes que ocorreram nesses bancos e suas estratégias de ação, informações que estão disponíveis nos relatórios anuais destes bancos, conforme relacionados a seguir e que estão disponíveis nos *sites* dessas empresas.

2.1 BANCO DO BRASIL

O Banco do Brasil atua tradicionalmente na área de empréstimos e crédito agrícola como repassador de recursos do Governo Federal.

Observe-se a tabela abaixo, onde se demonstra a evolução percentual e anual de alguns indicadores, em relação aos anos anteriores, tais como a variação percentual da cotação da sua ação ON, a variação percentual de seu ativo total, a variação de seu patrimônio líquido e a evolução de seu lucro líquido, para uma análise comparativa do seu desempenho durante o período em estudo.

TABELA 2 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.

BB	R\$		R\$ milhões		R\$ milhões		R\$ milhões	
ano	ação ON	var. %	ativo total	var. %	patrim líq	var. %	lucro líq	var. %
2000	5,97	-	138.363	-	7.965	-	974	-
2001	10,59	77,39	165.120	19,34	8.747	9,82	1.082	11,09
2002	9,80	-7,46	204.595	23,91	9.197	5,14	2.028	87,43
2003	24,00	144,90	230.144	12,49	12.172	32,35	2.381	17,41
2004	32,50	35,42	239.014	3,85	14.106	15,89	3.024	27,01
2005	42,20	29,85	252.977	5,84	16.850	19,45	4.154	37,37
2006	64,00	51,66	296.356	17,15	20.758	23,19	6.044	45,50
2007	30,40	42,50	357.750	20,72	24.262	16,88	5.058	-16,31
var. período	91,20	1.427,64	-	158,56	-	204,61	23.771	481,58

FONTE: Banco do Brasil (2010). Elaboração própria.

Nota-se que sua ação ON (BBAS3) apresentou uma variação de sua cotação durante o período de 2001 a 2007, cujo acumulado foi de 1.427,64%, superando em muito a variação dos outros indicadores, conforme tabela acima.

Em complemento à tabela anterior, observa-se na tabela abaixo, onde estão demonstrados os valores do lucro líquido obtido pelo banco e os valores distribuídos na forma de dividendos durante o período em estudo, uma relativa estabilidade na política de distribuição de dividendos da empresa.

TABELA 3 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007. R\$ milhões.

BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro líq.	1.082	2.028	2.381	3.024	4.154	6.044	5.058	23.771
Dividendos	265	580	746	954	1.498	2.418	2.023	8.484
% distribuído	24,49	28,57	31,33	31,56	36,06	40,01	40,00	35,69

FONTE: Banco do Brasil (2010). Elaboração própria.

Do total do lucro líquido auferido durante o período (em R\$ milhões), verifica-se que distribuiu durante o período, em média, 35,69% na forma de dividendos aos seus acionistas, conforme observa-se na tabela acima, e ainda assim manteve um ritmo de crescimento em seu patrimônio líquido de 204,61%, durante o período em análise.

2.1.1 Fatos históricos e resultados²

Estão relatados abaixo alguns fatos relevantes observados durante os anos em análise, que contribuíram na obtenção de seus resultados:

Em 2001, o Banco adotou medidas voltadas à geração de resultados positivos, com destaque para a transformação em banco múltiplo, o que o habilitou a operar as carteiras: comercial, financeira e de leasing, a partir da incorporação de subsidiária integral BB-Financeira S/A, Crédito, Financiamento e Investimento; seguida da incorporação de operações de cartão de débito e crédito sob responsabilidade da BB Administradora de Cartões de Crédito S/A.; e repatriação de capitais investidos nas dependências externas. Esse alinhamento aumentou a eficiência dos negócios e simplificou a estrutura societária do conglomerado.

Foram realizados investimentos fixos de R\$ 600 milhões, voltados, à maior agilidade de atendimento, aumento da base de clientes e ao incentivo do uso da *Internet* como canal seguro de negócios, para acompanhar as mudanças do mercado e manter a competitividade.

O Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais estabeleceu medidas destinadas a permitir a readequação e o fortalecimento do capital do Banco, cujos efeitos passaram a gerar resultados positivos a partir do quarto trimestre de 2001. A implantação do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais em 2001 permitiu ao BB apresentar uma estrutura patrimonial mais sólida e demonstrar sua eficiência operacional com resultados equilibrados, consistentes e crescentes, confirmando a tendência de melhoria do patamar da rentabilidade, observada após a implantação do programa.

Em 2002, focou-se o fortalecimento do vínculo com os clientes, a gestão pró-ativa de todos os riscos e a adequação da estrutura de custos à capacidade de geração de receitas, que tiveram uma boa evolução. Este novo modelo de atuação mercadológica do Banco permitiu a expansão do volume de negócios, o controle das despesas administrativas e a melhoria do *spread*, proporcionando uma evolução que refletiu no Resultado Operacional de 2002, o qual registrou crescimento de 128,3% em relação ao ano anterior.

² Os fatos desta seção foram obtidos dos relatórios anuais da empresa, que estão disponíveis em seu *site*, conforme já informado no início do capítulo.

Apesar das dificuldades enfrentadas em 2002, o BB finalizou o ano com um lucro líquido de R\$ 2.028 milhões, um resultado 87,4% superior ao do ano anterior. Esse resultado corresponde a um retorno sobre o patrimônio líquido médio de 22,6% e lucro por lote de mil ações igual a R\$ 2,77. Esse montante equivale ao retorno acumulado anualizado sobre o patrimônio líquido médio de 22,6%.

Em 2003, as prioridades foram buscar novas oportunidades de mercado, ampliar os negócios com os clientes e aprimorar práticas de Governança Corporativa como forma de atender às expectativas das partes interessadas com a finalidade de gerar mais oportunidades e negócios.

Buscou também promover a percepção da identidade entre Banco e cliente, junto aos públicos externo e interno, aperfeiçoando o modelo de negócios, por meio do desenvolvimento de novos produtos e serviços e da segmentação da carteira de clientes, em nichos de mercado, além de buscar a excelência em capacitação e desempenho. Também, aprimorou a área tecnológica e os mecanismos de segurança e de controle, do Banco, visando minimizar os riscos e as perdas.

Com o objetivo de reforçar parcerias estratégicas, reorganizou as relações societárias na *Maxblue Holdings S.A.* e na sua controlada *Maxblue DTVM S.A.* O fim da parceria entre Banco do Brasil e o *Deutsche Bank*, firmada em 2001, representou o ponto de partida na iniciativa do BB de atuar de maneira independente junto ao segmento de alta renda.

O BB também investiu na criação de duas subsidiárias integrais: o Banco Popular do Brasil, para ampliar sua atuação no campo das microfinanças e estimular a bancarização, apoiando o Governo Federal no incentivo à inclusão bancária da população brasileira informal e de menor renda; e a BB Administradora de Consórcios, para oferecer mais uma opção para aquisição de bens móveis duráveis e serviços aos clientes.

Ao longo do ano de 2004 ofertou crédito, sobretudo em programas de apoio às micro e pequenas empresas, comércio exterior e agronegócios brasileiros, onde mais de 660.000 micro e pequenas empresas beneficiaram-se de linhas de crédito para investimento e capital de giro e US\$ 3,2 bilhões em exportações foram alavancados pelo Programa de Apoio às Exportações (Proex), incrementando o volume de negócios.

Utilizando tecnologia inédita no sistema bancário mundial o BB reforçou a automação do recebimento e a formalização das propostas de crédito dos

agricultores familiares, que permitiu liberar recursos no montante de R\$ 3,7 bilhões para o financiamento da agricultura familiar, o que colocou o BB como o maior agente repassador de recursos para esse segmento no País.

Em 2004, o Banco do Brasil investiu mais de R\$ 1 bilhão em sistemas tecnológicos, de logística e de infra-estrutura. Em infra-estrutura operacional, foram instalados 1.281 novos pontos de atendimento e, ainda, modernizadas 2.680 instalações e ampliados os canais de atendimento, tal como a Central de Atendimento BB, para dar suporte ao aperfeiçoamento do seu modelo de negócios por meio do desenvolvimento de novos produtos e pela segmentação da carteira de clientes visando a melhoria dos modelos de relacionamento; e, ainda, buscou a excelência em capacitação e desempenho, visando otimizar seus resultados.

Incluiu, explicitamente, nas suas políticas gerais e específicas, o aspecto sócio ambiental, através da elaboração de um modelo de negócios para gerar trabalho e renda de forma sustentável, inclusiva e participativa: a estratégia Desenvolvimento Regional Sustentável (DRS), com a finalidade de gerar novos negócios, valendo-se de sua capacidade de mobilização e de sua alta capilaridade, na qualidade de agente de políticas públicas, conhecedor das características de cada região do País.

Encerrou 2004 com lucro líquido de R\$ 3 bilhões, que permitiu retorno sobre patrimônio líquido de 23% e lucro por ação R\$ 3,87. Comparando-se a valorização no ano das ações do BB com o IBOVESPA, verificou-se que as ações do Banco tiveram uma valorização de 35,4%, enquanto o IBOVESPA evoluiu 17,8%. O BB teve a segunda maior valorização do setor financeiro e ficou entre as 15 maiores valorizações do mercado no ano.

Em 2005, foram focadas algumas estratégias, que já vinham sendo implementadas, tais como: redução das despesas administrativas; segmentação da carteira de clientes, com especialização de atendimento por perfil de cliente; aumento no volume de créditos concedidos.

A carteira de crédito atingiu R\$ 101,8 bilhões, volume 14,9% superior ao observado no exercício anterior. No período, as operações de agronegócios cresceram 18,9%, refletindo a liberação de recursos para a safra 2005/2006, bem como a renegociação de parte das operações. As operações com pessoas físicas cresceram 14,3%, lideradas pelo crédito consignado, que encerrou o exercício com saldo de R\$ 3,8 bilhões e crescimento de 157,9%. As operações com pessoas

jurídicas cresceram 15,3%, enquanto as operações com micro e pequenas empresas (MPE) cresceram 15,4%.

Com isso, um dos resultados obtidos foi o lucro líquido de R\$ 4,2 bilhões, que foi 37,4% maior que o ano anterior, representando resultado de R\$ 5,20 por ação e com redução do índice de eficiência para 48,1%. Embora o desempenho de suas ações não tenha sido expressiva, em 2005 suas ações valorizaram 29,8%, enquanto que o IBOVESPA valorizou 27,21%.

O ano de 2006 foi bom para a indústria bancária. A economia brasileira, nesse período, foi caracterizada pela manutenção da disciplina fiscal, continuidade do processo de queda dos juros reais, crescimento da renda e do emprego formal, fortalecimento das contas externas e pelo controle da inflação. A soma desses fatores gerou uma demanda maior por bens e serviços, impulsionando o consumo de crédito e de outros produtos bancários. Com a melhoria das condições macroeconômicas, acirrou-se a competitividade na indústria bancária e a busca de alternativas para obter ganhos de escala.

Os desafios no BB se concentraram no crescimento do crédito, sobretudo nos produtos voltados para o varejo; no melhoramento da eficiência; no controle das despesas; e na regularização de dívidas do agronegócio.

Em 2006, houve expansão da carteira de crédito em 30,8%, crescimento de 28,2% do faturamento com cartões de crédito, entre outros.

Foram firmadas 12 parcerias com grandes redes do segmento de móveis, eletrodoméstico, material de construção, brinquedos, pneumáticos e outros. O valor contratado passou de R\$ 33,2 milhões em 2005 para R\$ 358,5 milhões em 2006.

O BB inaugurou 309 pontos de atendimento em 2006 e também quadruplicou a sua capacidade de processamento nesses últimos cinco anos, conquistando em 2006 a maior velocidade de processamento entre os bancos da América Latina, permitindo melhorar a sua eficiência.

O esforço da rede varejo no controle das despesas resultou numa economia de R\$ 64 milhões em relação aos valores previstos. Além disso, o incremento do uso dos canais de auto-atendimento, proporcionou uma economia de esforço de R\$ 528 milhões em 2006, devido ao seu reduzido custo operacional.

Seu resultado em 2006 foi afetado por efeitos extraordinários, positivo de R\$ 2,4 bilhões (líquido de impostos), que foram devidos principalmente a ativação de créditos Tributários, conforme Resolução CMN 3.355, de 31/03/2006.

O lucro líquido do Banco em 2006 atingiu R\$ 6 bilhões, contra R\$ 4,2 bilhões em 2005, representando um crescimento de 45,5% no período. Assim, o resultado recorrente (lucro líquido, excluídos os itens extraordinários) atingiu R\$ 3,7 bilhões no exercício, 6,5% superior ao registrado no ano anterior. Em 2006 sua ação valorizou 65,8% contra uma valorização do IBOVESPA de 32,93%.

O ano de 2007 foi marcado pela intensificação das incertezas acerca do desenvolvimento da economia norte-americana e da extensão dos problemas enfrentados pelo mercado imobiliário nos Estados Unidos. As turbulências manifestaram-se por forte aumento da volatilidade dos preços de ativos, restrições ao crédito e crescimento da inadimplência, com potenciais reflexos sobre a atividade econômica americana e global.

Foram iniciados estudos e negociações para incorporação do Banco do Estado do Piauí (BEP), do Banco do Estado de Santa Catarina (BESC) e do Banco Regional de Brasília (BRB) com vistas a fazer frente ao movimento de aquisição de instituições financeiras nos últimos anos, visando garantir a sua liderança no mercado.

Em 2007, com a implementação das Ações Estruturantes, o BB buscou a automação e centralização de processos, separando os serviços de logística em duas áreas: uma responsável pelos serviços de suporte operacional que tem impacto direto no relacionamento com clientes, como abastecimento de numerário, compensação, tesouraria etc; e outra que cuida dos processos de suporte logístico, como compras, implantação de agências e administração de contratos, tudo isto objetivando um atendimento de excelência.

O BB firmou 13 novas parcerias varejistas e registrou, no exercício, a emissão de 1,1 milhão de cartões de crédito de parcerias, em sua estratégia de expansão dos negócios com clientes não-correntistas.

Foram celebrados contratos para operacionalização das folhas de pagamento dos estados de Minas Gerais, Maranhão e Bahia, que garantiram a abertura de 580,4 mil novas contas correntes, a emissão de mais de 1 milhão de cartões de crédito e débito e a oferta de diversos produtos e serviços para os servidores desses estados. Na esfera municipal foram firmados e renovados contratos com 483 prefeituras, envolvendo a gestão da disponibilidade e da folha de pagamento.

O forte crescimento do crédito protegeu as margens de lucro dos bancos contra a queda dos juros. Embora os custos de captação tenham permanecido altos (11,5%), a taxa de aplicação do crédito (33,8%) mostrou-se suficiente para absorver esses custos, em especial a de pessoa física (43,9%). A carteira de crédito cresceu 20,7%, totalizando R\$ 160,7 bilhões.

Enquanto em 2006 o Banco do Brasil contabilizou R\$ 2,4 bilhões em receitas extraordinárias, em 2007 teve despesas extraordinárias em virtude do Programa de Afastamento Antecipado (PAA) em consequência da implementação das Ações Estruturantes, por isso o BB registrou a despesa extraordinária de R\$ 604 milhões.

O Banco do Brasil registrou lucro líquido de R\$ 5,1 bilhões em 2007, resultado 16,3% menor do que o registrado em 2006. Entretanto, se considerado o lucro recorrente (excluídos efeitos extraordinários), o resultado de 2007 (R\$ 5,7 bilhões) foi 56,8% superior ao recorrente registrado em 2006.

Aos acionistas foram destinados R\$ 2 bilhões, na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio. Esse desempenho foi alcançado de maneira sustentável, buscando o alinhamento entre resultados econômicos e a atuação sócio ambientalmente correta. As ações do Banco do Brasil (BBAS3) encerraram o ano cotadas a R\$ 30,40, uma valorização de 47%. O desempenho foi o maior entre os bancos listados no IBOVESPA, que apresentou evolução de 43,7%.

2.2 BRADESCO

Tradicionalmente atua na área de empréstimo de varejo e seguros, o que constitui em fator de vantagem natural em ambientes de alta competitividade, além de diferencial de mercado, fundamental pela acessibilidade e conveniência geradas aos clientes, contribuindo para a manutenção dos mesmos e a geração de negócios, com retorno aos seus acionistas.

Na tabela abaixo são apresentadas as variações percentuais dos indicadores do Bradesco, onde se demonstra a evolução percentual e anual de alguns indicadores, em relação aos anos anteriores, tais como a variação percentual da cotação das suas ações ON e PN, a variação percentual de seu ativo total, a variação de seu patrimônio líquido e a evolução de seu lucro líquido, para uma análise comparativa do seu desempenho durante o período em estudo.

TABELA 4 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO DE 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.

BRADESCO	R\$		R\$		R\$ milhões		R\$ milhões		R\$ milhões	
ano	ON	var. %	PN	var. %	ativo total	var. %	patr liq	var. %	lucro liq	var. %
2000	11,05	-	13,30	-	94.878	-	8.092	-	1.740	-
2001	10,50	-4,98	12,50	-6,02	110.116	16,06	9.768	20,71	2.170	24,71
2002	10,20	-2,86	11,05	-11,60	142.785	29,67	10.846	11,04	2.023	-6,77
2003	13,45	31,86	15,20	37,56	176.098	23,33	13.547	24,90	2.306	13,99
2004	28,50	111,90	32,12	111,32	184.926	5,01	15.215	12,31	3.060	32,70
2005	64,49	126,28	67,70	110,77	208.683	12,85	19.409	27,56	5.514	80,20
2006	82,95	28,62	86,50	27,77	265.547	27,25	24.636	26,93	6.363	15,40
2007	51,5	24,17	56,95	31,68	341.184	28,48	30.357	23,22	7.210	13,31
var. período	103,00	832,13	113,90	756,39	259,60	259,60	275,15	275,11	28.646	314,27

FONTE: Bradesco (2010).Elaboração própria.

Da tabela acima, percebe-se que sua ação ordinária nominativa apresentou uma variação de sua cotação durante o período analisado, cujo acumulado foi de 832,13%, enquanto que a sua ação preferencial nominativa apresentou uma variação cujo acumulado foi de 756,39%, bem superior aos outros índices apresentados, bem como o de outras modalidades de aplicações financeiras.

Em complemento à tabela anterior, observa-se na tabela abaixo, onde estão demonstrados os valores do lucro líquido obtido pelo banco e os valores distribuídos na forma de dividendos durante o período em estudo, que há uma relativa estabilidade na política de distribuição de dividendos da empresa.

TABELA 5 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007.

R\$ milhões								
BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro líq.	2.170	2.023	2.306	3.060	5.514	6.363	7.210	28.646
Dividendos	849	947	1347	1325	1881	2160	2823	11332
% distribuído	39,11	46,81	58,41	43,30	34,11	33,95	39,15	39,56

FONTE: Bradesco (2010). Elaboração própria.

Do total do lucro líquido auferido durante o período, verifica-se que distribuiu durante o período, em média, 35,69% na forma de dividendos aos seus acionistas, conforme verificado na tabela acima, e ainda assim manteve um ritmo de crescimento em seu patrimônio líquido de 275,15%, durante o período em análise.

2.2.1 Fatos históricos e resultados³

Estão relacionados abaixo alguns fatos relevantes observados durante os anos em análise, que contribuíram na obtenção de seus resultados.

Destaca-se o objetivo do Bradesco de fortalecer a sua presença e atuação no mercado e ampliar ganhos de eficiência e escala, principalmente através de aquisições de outros bancos, agregando valor aos seus acionistas.

Em 2001 criou uma empresa em Tóquio para atender a brasileiros que residiam e trabalhavam no Japão. Adquiriu a totalidade do capital social do *Banque Banespa International S.A.*, com sede em Luxemburgo. Constituiu a BRAM, uma das maiores empresas brasileiras para gestão de recursos de terceiros e concluiu, com êxito, a integração do Banco Baneb à rede Bradesco e do Banco Boavista à rede do Banco BCN.

Em agosto de 2001, o Bradesco foi vencedor no Processo de Seleção de Parceiros para implementação do inovador conceito de Banco Postal, promovido pela Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos – ECT, para a implementação do Banco Postal. Dessa forma, a rede postal dos correios, com 5.299 agências próprias, passou a ser utilizada pelo Bradesco, como correspondente bancário no país, oferecendo serviços bancários à população, o que ampliou a presença da sua rede de atendimento no país.

Em 2002 houve a aquisição do controle acionário do Banco Mercantil de São Paulo e suas controladas; do Banco do Estado do Amazonas (Banco BEA S.A.); do Banco Cidade S.A., pelo Banco BCN S.A.; da *Deutsche Bank Investimentos DTVM Ltda.* e sua carteira de administração e gestão de fundos. Também houve a elevação para 3% da participação no capital do Banco Espírito Santo, S.A., segundo maior banco privado de Portugal; a constituição da Bradesco Consórcios Ltda., com o objetivo de comercializar consórcios de veículos leves e pesados e imóveis; e o início das atividades do Banco Finasa e da Finasa Promotora de Vendas Ltda. e Gestão de Fundos de Investimentos, com ativos de R\$ 2,16 bilhões, que passaram à gestão da BRAM - Bradesco *Asset Management*

³ Os fatos desta seção foram obtidos dos relatórios anuais da empresa, que estão disponíveis em seu *site*, conforme já informado no início deste capítulo.

Ltda, bem como formação de parceria estratégica com a Ford, para atender os clientes da rede de distribuidores Ford.

Estas aquisições resultaram positivamente no crescimento de seus ativos totais, entretanto devido à necessidade do tempo de maturação dos investimentos, resultaram em decréscimo da taxa de crescimento de lucro líquido, com reflexos na cotação de suas ações, que tiveram variação negativa, em 2001 e 2002.

Em 2003, houve a aquisição do controle acionário do Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Brasil S.A. e empresas controladas. O Banco foi convertido em subsidiária integral e suas agências incorporadas à rede Bradesco. O BBV Banco, com sua rede de 438 agências no país, 1 no exterior e mais 76 postos bancários, detinha em 30 de setembro ativos de R\$ 16,787 bilhões, patrimônio líquido de R\$ 2,293 bilhões e 1,3 milhão de clientes. Também houve a aquisição do Banco J.P. Morgan S.A., das atividades de Administração e Gestão de Carteiras de Valores Mobiliários e de Fundos de Investimentos administrados pela *JPMorgan Fleming Asset Management*. Houve a incorporação das ações dos minoritários do Banco Mercantil de São Paulo S.A., convertendo-o em subsidiária integral do Bradesco, com a transformação das agências Mercantil em agências Bradesco. Adquiriu, por meio de sua subsidiária Banco Finasa S.A., a totalidade do capital social do Banco Zogbi S.A. e das empresas Zogbi Leasing S.A. Arrendamento Mercantil, Zogbi Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Promovel Empreendimentos e Serviços Ltda.

Destaque para o início de operações de mais 1.500 agências do Banco Postal, completando 4.000 unidades, instaladas na Rede Postal dos Correios, utilizadas pelo Bradesco como correspondentes bancários no País.

Início de comercialização do Consórcio Bradesco, que registrou, no exercício, faturamento superior a R\$ 2,282 bilhões, correspondentes a mais de 65 mil consorciados, com mais de 4.800 cotas contempladas.

Implementou o processo de segmentação de clientes para oferecer atendimento personalizado, produtos e serviços diferenciados a pessoas físicas de alta renda. Ao final do ano eram 143 Agências Bradesco Prime e espaços reservados em 84 agências Bradesco convencionais.

Em 2004, além da inauguração de 58 novas agências Bradesco, houve a abertura de 1.383 novas agências do Banco Postal, que possibilitou levar produtos

e serviços financeiros a pessoas e empresas, mesmo nas mais remotas localidades, contribuindo para a inclusão bancária e a realização de negócios.

Também intensificou a sua participação nos empréstimos ao varejo, com destaque ao microcrédito e ao crédito consignado em folha de pagamento.

Também marcaram o período, a aquisição do controle acionário do Banco do Estado do Maranhão S.A. – BEM, que reunia em 31 de dezembro de 2003, ativos de R\$ 766 milhões e rede de 76 agências, incorporadas à rede Bradesco, que ampliou a presença no Estado do Maranhão; e a autorização do “Federal Reserve Bank” (FED) ao Bradesco para atuar também como “Financial Holding Company” nos Estados Unidos, podendo desenvolver atividades financeiras no mercado norte-americano em condições de igualdade com os bancos locais.

Houve a transformação das Lojas Zogbi-Promovel em Lojas Finasa, que atuavam no encaminhamento de propostas de Financiamento de Crédito Direto ao Consumidor e de Empréstimo Pessoal, o que foi um passo estratégico do Bradesco no setor de financiamento ao consumidor, com atividades complementares às desenvolvidas pelo Finasa e pelo Banco Postal.

As agências BCN foram integradas à rede Bradesco em 25 de fevereiro de 2004. Essa iniciativa otimizou recursos, especialidades e a dedicação da força de trabalho.

Estabelecida parceria estratégica com o Banco UFJ – União Financeira Japonesa, que adaptou sua rede de agências no Japão para atender a mais de 300 mil brasileiros (*dekasseguis*), permitindo-lhes plena inclusão na vida econômica daquele País por meio de acesso a todos os serviços bancários em um banco local.

Firmado acordo estratégico para financiar, com exclusividade, por meio do Banco Finasa, subsidiário do Bradesco, os clientes das Casas Bahia, distribuidora de bens de consumo do mercado varejista no País. Estabelecida parceria semelhante com as Lojas Salfer, uma rede de varejo de eletrodomésticos e móveis em Santa Catarina e no Paraná.

Foi lançado o CDC Bradesco Electron, novo produto de Crédito Pessoal, que permitia ao cliente acessar limite de crédito pré-aprovado para o financiamento de compras com o Cartão de Débito Bradesco Visa Electron. A novidade integrou o programa de democratização do Crédito Bradesco, disponível também aos clientes do Banco Postal.

Foram firmados acordos operacionais com os Bancos BMC, Cruzeiro do Sul, Bonsucesso, Paraná e Panamericano, que previam, com exclusividade, cessão de direitos de crédito pessoal consignados dos beneficiários do INSS – Instituto Nacional do Seguro Social (aposentados e pensionistas). Os financiamentos concedidos tinham parcelas descontadas diretamente dos benefícios pagos pelo INSS.

O lucro líquido no exercício de 2004 foi de R\$ 3,060 bilhões, equivalentes a R\$ 6,45 por ação, com rentabilidade de 20,11% sobre o Patrimônio Líquido, um incremento de 32,70%, em relação ao ano anterior.

O ano de 2005 foi caracterizado pela atuação focada na segmentação da carteira de clientes, empréstimos de varejo e seguros, liberação de recursos do BNDES, e outros conforme relacionados a seguir. Foi firmada parceria com a União de Lojas Leader S.A. (Leader Magazine), rede de varejo com atuação nos mercados do Rio de Janeiro e Espírito Santo, para administração da Leadercard, uma das cinco maiores empresas de cartões de crédito de marca própria, "Private Label", do País. Firmada também parceria com as Lojas Esplanada (Grupo Deib Otoch), uma das maiores redes de varejo do Nordeste, para gestão dos seus Cartões Private Label, e com a Rede Comper de Supermercados para o lançamento de Cartões da espécie, que tinham uso exclusivo em suas lojas. Os acordos ofereciam a possibilidade de acesso aos produtos e serviços oferecidos pelo Bradesco.

Venceu licitação para centralizar as contas correntes dos 67,7 mil fornecedores da Prefeitura do Município de São Paulo. Desses, 15,9 mil efetivamente prestaram serviços à Prefeitura no ano 2004, gerando pagamento médio mensal de R\$ 600 milhões. A conquista fortaleceu a atuação do Banco nesse segmento.

Em Assembléia Geral de incorporação das ações dos acionistas minoritários da Bradesco Seguros S.A., o Grupo Bradesco de Seguros e Previdência foi convertido em subsidiária integral do Banco Bradesco.

Em dezembro, houve a aquisição do controle acionário do BEC - Banco do Estado do Ceará S.A., que reunia ativos de R\$ 1,879 bilhão e rede de 70 agências, 14 postos de atendimento bancário e 118 postos de atendimento eletrônico.

Também foi firmada parceria com o Banco Espírito Santo (BES), para realizar serviço de remessa de recursos de Portugal para o Brasil a mais de 100 mil brasileiros, que lá residiam e trabalhavam, permitindo-lhes também a abertura de

conta corrente, que lhes dava acesso a diversos produtos financeiros, como cartão de débito, poupança e seguro de vida.

Observa-se em 2004 e 2005, a maturação dos investimentos efetuados nos anos anteriores devido ao incremento acentuado do lucro líquido e da valorização das cotações de suas ações. O lucro líquido no exercício de 2005 foi de R\$ 5,514 bilhões, correspondentes a R\$ 5,63 por ação, rentabilidade de 28,41% sobre o Patrimônio Líquido final. Foi percentualmente o maior lucro líquido de sua história, 80,20% em relação ao exercício anterior e o seu valor de mercado se projetou como o maior entre os bancos privados na América Latina.

Em 2006 foi constituído o Banco Bradesco de Investimento S.A. – BBI, que tinha por objetivo consolidar, dar foco, criar e desenvolver nichos nas atividades ligadas ao mercado de capitais nacional e internacional, em negócios de estruturação, originação, distribuição e administração de ativos, fluxos e estoques financeiros de clientes.

Foi firmada a parceria com a *American Express Company*, pela qual o Bradesco assumiu as operações dos Cartões de Crédito Amex e atividades correlatas no Brasil, o que deu ao Banco grande avanço no segmento. Também foi firmada parceria entre o Bradesco, a *Fidelity National Information Services Inc.* e o Banco ABN AMRO Real S.A., para a criação da Fidelity processadora e Serviços S.A., para prestar serviços relacionados às atividades de cartões, destacando-se as atividades de processamento, administração de Centrais de Atendimento, suporte de retaguarda (*back office*), serviços de cobrança e gerenciamento de riscos, gerando ganho de escala e qualidade.

Houve a integração do Banco BEC S.A. (nova denominação do Banco do Estado do Ceará S.A.) ao Bradesco, com a transformação das agências BEC em agências Bradesco. Essa iniciativa otimizou recursos, especialidades e a força de trabalho.

Em 2006, novamente os custos das aquisições efetuadas refletiram positivamente no crescimento de seus ativos, entretanto devido à necessidade do tempo de maturação dos investimentos, resultaram em decréscimo da taxa de crescimento de lucro líquido, refletindo na cotação de suas ações. O Lucro Líquido em 2006 foi de R\$ 5,054 bilhões, ajustados por eventos não recorrentes (líquidos de impostos), no total de R\$ 1,309 bilhão, basicamente representado pela antecipação da amortização das aquisições. Assim, o lucro líquido recorrente

correspondeu a R\$ 6,363 bilhões, representando R\$ 6,36 por ação, rentabilidade anualizada de 25,83% sobre o Patrimônio Líquido final e de 30,02% sobre o Patrimônio Líquido médio. No lucro do Bradesco, destaca-se a contribuição da área de Seguros e Previdência, com participação de 34%, seguido da área de serviços com 26% e da área de crédito com 23%, entre os principais.

O ano 2007 foi marcado por forte turbulência e muita volatilidade nos mercados internacionais. As incertezas foram ampliadas pelo impacto da crise hipotecária e de crédito nos Estados Unidos e na Europa sobre as economias emergentes, como a brasileira, que resistiu de forma relativamente confortável, obtendo inclusive, nesse ambiente tumultuado, *upgrade* pela agência Moody's, que colocou o País a apenas um nível do grau de investimento.

Transferido para o Bradesco, o controle acionário do Banco BMC S.A. e suas controladas. O BMC, com sua rede de 14 agências, 749 correspondentes bancários e cerca de 7.000 agentes distribuídos por todo o território nacional, era um dos maiores bancos privados em crédito consignado de INSS. Com ativos da ordem de R\$ 2,345 bilhões, detinha em 30 de setembro uma carteira de crédito de aproximadamente R\$ 2 bilhões. A operação reafirmava os objetivos do Bradesco de fortalecer a sua presença e atuação no mercado de crédito ao consumidor do País.

Foram firmadas parcerias no segmento de Cartões Private Label: com os Supermercados Carone, importante rede do Espírito Santo, para a emissão e administração do Cartão Private Label Carone com bandeira Visa; com a Luigi Bertolli, tradicional rede de magazine, para o lançamento e gestão do Cartão Private Label Luigi Bertolli; com a GBarbosa, uma rede de varejo do Nordeste, para administrar o Cartão de Crédito Private Label Credi-Hiper; com a COOP – Cooperativa de Consumo, maior cooperativa da América Latina, para o lançamento e gestão do Cartão Private Label Coop Fácil; e com a Panvel Farmácias, líder no setor farmacêutico do Rio Grande do Sul, para o lançamento dos Cartões Private Label Panvel e Panvel Clube do Aposentado. Também foram firmadas parcerias no segmento de cartão de crédito com a empresa O Boticário, que atua no ramo de cosmética, para o lançamento do cartão de crédito O Boticário Visa; e com a Drogasil, rede de farmácias e drogarias, com o objetivo de emitir e administrar cartões de crédito Drogasil Visa.

O Lucro Líquido no exercício de 2007 foi de R\$ 7,210 bilhões, correspondentes a R\$ 3,97 por ação e rentabilidade anualizada de 31,44% sobre o

Patrimônio Líquido, dos quais R\$ 2,823 bilhões (39,15%) foram destinados aos acionistas, na forma de Juros sobre o Capital Próprio e Dividendos. Novamente foi significativa a contribuição da área de Seguros e Previdência no resultado do exercício, pois contribuiu com 31% do resultado, seguido de serviços com 29% e crédito com 25%, entre os principais.

2.3 ITAÚ

O Itaú é um banco múltiplo e atua em todos os segmentos do mercado financeiro brasileiro. Atua tradicionalmente na área de operações de empréstimo, financiamentos e investimentos. O varejo bancário doméstico é sua operação de maior dimensão. Na tabela abaixo são apresentadas as variações percentuais dos indicadores do Itaú, onde se demonstra a evolução percentual e anual de alguns indicadores, em relação aos anos anteriores, tais como a variação percentual da cotação das suas ações ON e PN, a variação percentual de seu ativo total, a variação de seu patrimônio líquido e a evolução de seu lucro líquido, para uma análise comparativa do seu desempenho durante o período em estudo.

TABELA 6 - PERCENTUAIS DE VARIAÇÕES ANUAIS E DO PERÍODO DE 2001-2007, DE ALGUNS INDICADORES.

ITAÚ	R\$		R\$		R\$ milhões		R\$ milhões		R\$ milhões	
ano	ON	var.%	PN	var.%	ativo total	var.%	patr liq	var.%	lucro liq	var.%
2000	185,00	-	185,00	-	69.555	-	6.642	-	1.841	-
2001	175,00	-5,41	175,00	-5,41	81.416	17,05	7.578	14,09	2.389	29,77
2002	156,00	-10,86	171,50	-2,00	111.141	36,51	9.036	19,24	2.377	-0,50
2003	252,50	61,86	287,00	67,35	118.738	6,84	11.879	31,46	3.152	32,60
2004	350,00	38,61	399,00	39,02	130.339	9,77	13.971	17,61	3.776	19,80
2005	47,00	34,29	56,30	41,10	152.435	16,95	15.560	11,37	5.251	39,06
2006	64,74	37,74	77,40	37,48	209.691	37,56	23.564	51,44	4.309	-17,94
2007	43,00	32,84	45,50	17,57	294.876	40,62	28.969	22,94	8.474	96,66
var. período	860,00	364,86	910,00	391,89	323,93	323,93	336,12	336,12	29.728	263,23

FONTE: ITAÚ (2010). Elaboração própria.

Da tabela acima, percebe-se que sua ação ordinária nominativa apresentou uma variação de sua cotação durante o período analisado, cujo acumulado foi de 364,83%, enquanto que a sua ação preferencial nominativa apresentou uma

variação cujo acumulado foi de 391,89%, bem superior aos índices de outras modalidades de aplicações financeiras e aos demais indicadores.

Em complemento à tabela anterior, observa-se na tabela abaixo, onde estão demonstrados os valores dos lucros líquidos obtidos pelo banco e os valores distribuídos na forma de dividendos durante o período em estudo.

TABELA 7 - PERCENTUAL DE DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS DURANTE O PERÍODO 2001-2007.
R\$ milhões

ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro liq.	2.389	2.377	3.152	3.776	5.251	4.309	8.474	29.728
Dividendos	808	829	1.108	1372	1.585	1.923	2.544	10.169
% distribuído	33,82	34,88	35,15	36,33	30,18	44,63	30,02	34,21

FONTE: ITAÚ (2010). Elaboração própria.

Do total do lucro líquido auferido durante o período, distribuiu 34,21% na forma de dividendos aos seus acionistas, conforme a tabela acima e ainda assim manteve um ritmo de crescimento em seu patrimônio líquido de 336,12%, durante o período em análise.

2.3.1 Fatos históricos e resultados⁴

Atuando fortemente no varejo, conta com estruturas comerciais especializadas para atender os segmentos das pequenas empresas (UPE), médias empresas (Itaú Empresas), corporativo (*Itaucorp*), de alta renda (*Personnalité*) e de elevado patrimônio (*Private*). Além disso, tem operações na América do Norte, Mercosul e na União Européia por meio de suas subsidiárias e coligadas no exterior. Com uma rede de atendimento no Brasil, na Argentina, 1 agência em New York e 1 nas Ilhas Cayman, e subsidiárias em Portugal, Luxemburgo e nas Ilhas Cayman, o Itaú oferece ampla gama de produtos e serviços financeiros de acordo com as características de cada segmento de mercado. Os serviços de conveniência prestados por meio de caixas eletrônicos, telefone, fax, Intranet e Internet representam mais de 70% das transações que poderiam ser realizadas por meios de autoatendimento, demonstrando a otimização dos recursos de automação bancária que o Itaú atingiu. Nesse sentido, o Itaú tem investido fortemente no

⁴ Os fatos desta seção foram obtidos dos relatórios anuais da empresa, que estão disponíveis em seu *site*, conforme já informado no início deste capítulo.

desenvolvimento de serviços pela *internet*, seja por iniciativas próprias, seja por meio de parcerias com empresas especializadas na rede.

Entre 1997 e 2001, o Itaú optou por intensificar seu crescimento adquirindo bancos públicos estaduais que passaram por processos de privatização, como forma de se adaptar às mudanças do mercado financeiro brasileiro e ao mesmo tempo contribuir para o fortalecimento do sistema financeiro nacional. O Itaú adquiriu os Bancos Banerj, Bemge, Banestado e BEG, fortalecendo sua posição nos Estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais, Paraná e Goiás, que estavam entre os mais importantes mercados brasileiros, e no importante segmento de clientes associados ao Poder Público. Tendo adquirido vários dos maiores bancos públicos estaduais, o Itaú consolidou sua posição como um dos líderes varejistas no mercado interno.

Porém, tendo também adquirido bancos de posicionamento mercadológico diferenciado, detentores de presença em operações internacionais e em segmentos diferenciados do mercado, o Itaú diversificou e sofisticou seu *portfólio* de operações, colocando-se como o líder do mercado brasileiro nos segmentos *corporate*, *private* e de *asset management*.

Estão relacionados abaixo alguns fatos relevantes observados durante o período em estudo, que contribuíram na obtenção de seus resultados.

Em 2001, o Itaú adquiriu 84,46% das ações do capital total do Banco do Estado de Goiás S.A. - BEG, por R\$ 665 milhões. A aquisição do BEG consolidou posição do Itaú como banco de varejo e trouxe a liderança em Goiás, Estado que possuía a 9ª economia mais competitiva do país e o 11º maior PIB nacional. O Itaú também adquiriu as operações de administração de recursos e de *private bank* da *Lloyds Assets Management* (LAM), especializada na oferta personalizada de *portfólios* administrados e de uma ampla linha de fundos mútuos de investimentos em renda fixa, derivativos e ações, fortalecendo sua posição nestes mercados e entre os gestores privados de recursos de investidores institucionais e *corporate*, reforçando as competências do Itaú e dando-lhe a liderança em vários dos mercados mais sofisticados e competitivos do sistema financeiro.

Em 2002 foi realizada a associação com o Banco BBA *Creditanstalt* e a aquisição do Banco Fiat.

O lucro líquido consolidado do exercício chegou a R\$ 2.377 milhões, praticamente o mesmo do ano anterior apesar do cenário mais adverso,

expressando rentabilidade de 26,3% sobre o patrimônio líquido. O patrimônio líquido consolidado de R\$ 9.036 milhões evoluiu 19,24% sobre dezembro de 2001 e o patrimônio líquido atingiu R\$ 16.573 milhões. Em função da conjuntura desfavorável nos mercados de ações, que acarretou queda de 17,0% no IBOVESPA, as ações PN do Banco Itaú recuaram 2,6%, no ano, e as ações ON recuaram 10,9%, no ano.

Em 2003, o foco do Banco Itaú foi a redução e a racionalização de custos, que contribuiu para que o índice de eficiência alcançasse 46,1% em 2003, com uma evolução positiva de 3,9 pontos percentuais em relação ao índice do ano anterior.

Em 2003, foi aprovada pelo Banco Central do Brasil a reorganização societária, iniciada em 2002. As empresas e os vários segmentos de negócios financeiros ficaram sob o controle societário do Banco Itaú *Holding Financeira S.A.*, instituição financeira incorporadora da totalidade das ações do Banco Itaú S.A., tornando-se esta sua subsidiária integral.

Em 2003, o Banco Itaú Europa inaugurou oficialmente a agência de Londres, cuja atuação se concentrava na área de mercado de capitais internacional. Dessa forma, expandiu-se a operação de mercado de capitais do Itaú, que atuava via mesas de São Paulo e de Nova York (pela *Broker Dealer – Itaú Securities*), e consolidou-se a operação internacional da instituição, iniciada em 1979 pelo Banco Itaú, com a implantação das agências de Nova York, Ilhas Cayman e Buenos Aires.

Também foi assinado contrato entre o Itaú e as empresas AGF Brasil Seguros e AGF do Brasil Participações Ltda., para a aquisição de operações de seguro vida, de previdência privada e de administração de fundos, no total de R\$ 243 milhões. Com esse investimento, o Itaú ampliou sua atuação em atividades e segmentos importantes para seu crescimento e aumento de rentabilidade.

Em 2004, a redução e a racionalização de custos manteve-se como um dos principais pilares da estratégia de atuação do Itaú ao longo do ano.

Habitualmente, o Itaú amortizava as aquisições e associações no mesmo trimestre em que as operações eram realizadas. Desta forma, as despesas associadas às amortizações decorrentes do contrato firmado entre o Itaú e a CBD; do aumento de participação no Credicard; da aquisição da totalidade das ações da Orbitall; e da aquisição da promotora de vendas do Banco Intericap, foram segregadas para o resultado extraordinário, totalizando R\$ 1.094 milhões líquidos. Esse resultado foi obtido, principalmente, devido ao aumento da participação na Credicard/Orbitall e associação com a CBD, cujo valor líquido monta a R\$ 1.247

milhões. As aquisições e associações realizadas pelo Itaú em 2004 causaram um significativo impacto no resultado do período.

O Itaú alcançou um lucro líquido consolidado de R\$ 3.776 milhões no ano de 2004, um crescimento de 19,8% em relação ao resultado obtido no ano anterior. O patrimônio líquido consolidado da controladora alcançou R\$ 13.971 milhões em 31 de dezembro de 2004, o que equivale a um aumento de 17,6% em relação ao de 2003.

Em 2005, celebrou um acordo de *joint venture* com as Lojas Americanas S.A. (Lasa) para criar uma nova instituição financeira a ser detida em proporções iguais pelo Itaú e pela Lasa. Essa nova instituição financeira tinha exclusividade na oferta e venda de produtos e serviços financeiros aos clientes da Lasa. A Lasa era uma das maiores organizações brasileiras de varejo, com 158 lojas espalhadas pelo país na ocasião da celebração do acordo.

Suas principais estratégias de atuação em 2005 foram caracterizados pela presença marcante no exterior, com os investimentos protegidos por Investimentos financeiros em derivativos; uso do *hedge* cambial, para minimizar os efeitos da variação cambial; aumento do *mix* para produtos com maior *spread* porém com maior risco; e aumento das receitas de tarifas e de cartão de crédito.

Estas ações contribuíram na obtenção de um índice de eficiência operacional de 50,3% e uma rentabilidade de 35,3% sobre o PL médio, com uma conseqüente valorização de suas ações de 41,1% para a preferencial; e de 34,3% para a ordinária, frente a uma valorização do IBOVESPA de 27,21%. Em 2006, o Itaú e o *Bank of America Corporation* (BAC) firmaram acordos visando a aquisição, pelo Itaú, das operações do *BankBoston* (BKB) e controladas no Brasil, no Chile e no Uruguai. A operação do Brasil foi autorizada pelo Banco Central do Brasil (Bacen) e, em Assembléia Geral Extraordinária (AGE), foi homologada a sua implementação, com alteração da razão social para Banco ItaúBank S.A. Em AGEs, foram homologadas as incorporações das totalidades das ações representativas do capital das sociedades do *BankBoston* no Chile e no Uruguai, convertendo-as em subsidiárias integrais do Itaú.

Destaca-se também, a aquisição de 50% das quotas das empresas Previtec Previdência e Tecnologia Ltda. e da SFR Softwares e Análises de Sistemas Ltda., especializadas na prestação de serviços de gestão de entidades de previdência

privada, incluindo desenvolvimento, manutenção, controle e processamento de sistemas gerenciais contábeis.

Em 2006, o lucro líquido do Itaú, excluindo os efeitos da aquisição do BankBoston foi de R\$ 6,5 bilhões, com rentabilidade de 34,1% sobre o patrimônio líquido médio. Incluindo estes efeitos, o lucro líquido foi de R\$ 4,3 bilhões, com rentabilidade de 22,7%.

Em 2006 sua ação preferencial valorizou 37,5% e a ordinária valorizou 37,7%, contra uma valorização do IBOVESPA de 32,93%.

Em 2007 foram concluídas as aquisições das carteiras de clientes de *private banking* na América Latina do *BankBoston Internacional* (BBI), com sede em Miami, e do *BankBoston Trust Company Limited* (BBT), com sede em Nassau, pelo Banco Itaú Europa e sua subsidiária Banco Itaú Europa *Luxembourg*. Concluída também a aquisição pelo Banco Itaú Europa dos ativos de *private banking international* de clientes latino-americanos atendidos por Miami e Montevideu do ABN AMRO Bank N.V.

O Itaú criou a Kinea, empresa especializada na gestão de investimentos alternativos, com operações com fundos multimercados (HedgeFunds) e fundos de incorporação imobiliária (Real Estate Equity). A Kinea utilizava a infra-estrutura, *know how* e tecnologia do Banco Itaú e contava com instalações físicas, equipe e operação independentes.

O Itaú vendeu parte das ações (22,33% do capital total) que detinha na Serasa S.A. para a *Experian Group Limited*, em uma operação que representou R\$ 490 milhões nos resultados do banco em 2007, após impostos. O Itaú também alienou uma participação de 53,8 milhões de ações ordinárias da Redecard S.A., equivalentes a 8,73% de seu capital total. Esse evento não-operacional teve impacto de R\$ 1,0 bilhão nos resultados do banco em 2007 (após os impostos).

Realizada a oferta pública inicial de ações (IPO) da BOVESPA, na qual o Itaú alienou 11,4 milhões de ações que detinha na empresa ao preço de R\$ 23,00 cada. A operação impactou o resultado de 2007 em R\$ 164 milhões (após os impostos). Depois dessa operação, o Itaú passou a deter 4% de participação no capital da empresa, o que correspondia a um valor de mercado de R\$ 973 milhões. Também foi realizada a oferta pública inicial de ações (IPO) da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), na qual o Itaú alienou 13,9 milhões de ações que detinha na empresa, ao preço de R\$ 20,00 cada. A operação impactou o resultado de 2007 em

R\$ 150 milhões (após os impostos). Após a operação, o Itaú passou a deter 2,3% de participação no capital da BM&F, o que correspondia a um valor de mercado (em 31 de dezembro de 2007) de R\$ 520 milhões.

Em 2007, o lucro líquido do Itaú foi de R\$ 8,5 bilhões, uma rentabilidade de 32,1% sobre o patrimônio líquido e ganho de 96,7% em relação aos resultados de 2006.

3 MÉTODOS DE ANÁLISE DE AÇÕES

Os preços das ações variam em função do maior ou menor interesse dos investidores em comprar ou vender. Funciona como outro mercado qualquer, cuja oscilação se dá por meio das forças da oferta e procura. A diferença, é que nesse mercado, as expectativas dos investidores quanto ao preço justo das ações, flutuam de acordo com vários fatores como a taxa crescimento da economia, expectativas, de inflação, níveis e taxas de juros, perspectivas para o setor e outros.

A compra de ações pressupõe um risco tendo em vista que todos os credores têm preferência em relação aos acionistas. O que motiva os acionistas é que a expectativa de lucros seja maior do que a taxa de outras aplicações.

O resultado econômico das ações vem de duas fontes distintas: do resultado de mercado, decorrente do ganho ou perda de capital em função da valorização ou desvalorização das ações, em relação ao preço de compra; e do resultado da empresa, decorrente da distribuição do lucro gerado, na forma de dividendos, juros sobre capital, bonificações, subscrições, etc.

Os modelos de avaliação procuram projetar o comportamento futuro dos ativos financeiros, formulando previsões com relação às variações de seus preços de mercado. Para obter ganhos com ações é importante determinar o momento oportuno de entrar e sair do mercado (*timing*), antecipando-se aos movimentos do mercado financeiro ao adquirir ações numa tendência de alta antes dos demais investidores e ganhando com a valorização, bem como vendendo-as antes dos demais, antes que ocorra a desvalorização. Para identificar esse *timing* são necessários acompanhamentos e análises da economia, do setor e das empresas e do mercado como um todo.

Há duas correntes principais de análise para se detectar estas variações: a análise técnica e a análise fundamentalista. É apresentado a seguir um resumo dos dois métodos e seus princípios básicos.

3.1 ANÁLISE TÉCNICA (ANÁLISE GRÁFICA)

A análise técnica ou gráfica procura estabelecer projeções sobre o comportamento futuro das ações, baseado em padrões observados no desempenho passado do mercado, analisando especialmente os parâmetros de oferta e procura

desses papéis e a evolução das suas cotações. A hipótese básica dessa teoria é que as variações nos preços das ações têm uma relação entre si, descrevendo que, as oscilações apresentadas refletem uma tendência futura de evolução da cotação dessas ações, para poder prever a melhor ocasião para efetuar a compra ou a venda. Trata-se principalmente de uma análise comportamental dos investidores.

Conforme CAVALCANTE FILHO (2002, p. 206), alguns dos principais objetivos da escola técnica são:

- conhecer e mensurar a Lei de Oferta e Procura, por refletir a manifestação dos compradores e vendedores, detectando a força predominante e a provável tendência do mercado;
- identificar oportunidades de operações atraentes, ao detectar tendências e mudanças no comportamento da massa;
- otimizar a saída ou o ingresso no mercado, para identificar o momento certo de entrar e sair do mercado e obter lucros maiores;
- determinar limites de oscilação nos preços, para identificar áreas de resistência ou suporte;
- estabelecer estratégias de risco, tomando decisões sobre as operações no mercado, tendo em vista a identificação da tendência projetada.

Os fundamentos da análise técnica estão baseados nas observações iniciais apresentadas por *Charles Dow*, no século XIX, conhecidas como Teoria *Dow* e também na Teoria das Ondas de *Elliot*, apresentada na década de 1930.

3.1.1 Teoria *Dow*

Está baseada em suas observações sobre o comportamento da massa, atraída para o mercado de investimentos e o processo de divulgação das informações, que refletiam a tendência de preços através de formações gráficas de preço e volume passado que estavam relacionados com uma tendência futura, para onde todo o mercado se movia, tornando-se possível medir a intensidade das oscilações comparando com uma média calculada e divulgada pelo mesmo, a média *Dow Jones* (Industrial) e também a média de Transportes (Ferroviária), com o objetivo de identificar tendências de longo prazo conforme SACHETIM (2006, p.40).

Foi o início de um conjunto de estudos gráficos de preço e de volume, para

medir as forças de oferta e demanda no mercado de ações e detectar o início de uma tendência de preços e determinar a decisão a ser tomada pelo investidor de acordo com a indicação do gráfico.

Dow identificou que quatros fases na formação de preços se repetem:

- a- a fase de acumulação, onde os investidores bem informados adquirem as ações por um preço provavelmente baixo ou com pequeno aumento de preço;
- b- a fase de *mark up*, onde compradores melhor informados entram no mercado comprando ações e elevando o seu preço;
- c- a fase de distribuição onde a ação desperta a atenção da massa, pois estão a um preço compensador, donde o mercado fica muito ativo e os acumuladores abastecem a massa de compradores;
- d- a fase de liquidação onde a massa descobre que pagou caro pela ação e procura vende-las, podendo ser em uma situação de pânico ou não.

Conforme FIUSA (2006, p.25) a partir dessa análise, *Dow* enuncia alguns princípios básicos de sua teoria, das quais o principal é que os índices sempre refletem a atividade de todo o mercado.

Outro princípio é que o mercado sempre apresenta uma das três tendências abaixo:

- tendência primária, que seria a tendência principal ou uma tendência de longo prazo;
- tendência secundária, que é uma correção de uma tendência primária, com reversões que interrompem a tendência primária;
- tendência terciária ou menor, que seria uma tendência de curto prazo.

Os outros princípios são:

- na alta há as fases de acumulação, *mark up* e com alta acelerada;
- na baixa há as fases de distribuição e liquidação com pânico e baixa acelerada;
- as médias identificam comportamentos da massa, têm que ser confirmadas e são calculadas pelos preços de fechamento;
- uma nova tendência ou reversão tem que ser confirmada antes, através de índices distintos;
- o volume segue as oscilações da tendência principal da cotação;
- o mercado pode oscilar em faixas estreitas, indicando equilíbrio entre vendedores e compradores.

Assim sendo, o acompanhamento dos gráficos é o acompanhamento do

comportamento da massa, comprando ou vendendo e essa pressão no mercado é quem determina as variações dos preços.

3.1.2 Teoria das Ondas de Elliot

Segundo a Teoria de Elliot, o fluxo do comportamento de preços, aparentemente aleatório, está organizado dentro de um padrão previsível de cinco ondas de impulso e três ondas de correção, que se repetem e se desdobram, indefinidamente, baseados no comportamento psicológico da massa de investidores, que por sua vez seria um reflexo do comportamento observado na natureza.

Conforme Elliot, as atividades humanas apresentam sempre os aspectos de padrão, tempo e razão, expressos por meio de ondas. Conforme FIUSA (2006, p.29) o fator padrão é o mais importante, pois é uma repetição de um comportamento, seguido do fator razão que procura relacionar o tempo e a amplitude de uma onda com outra.

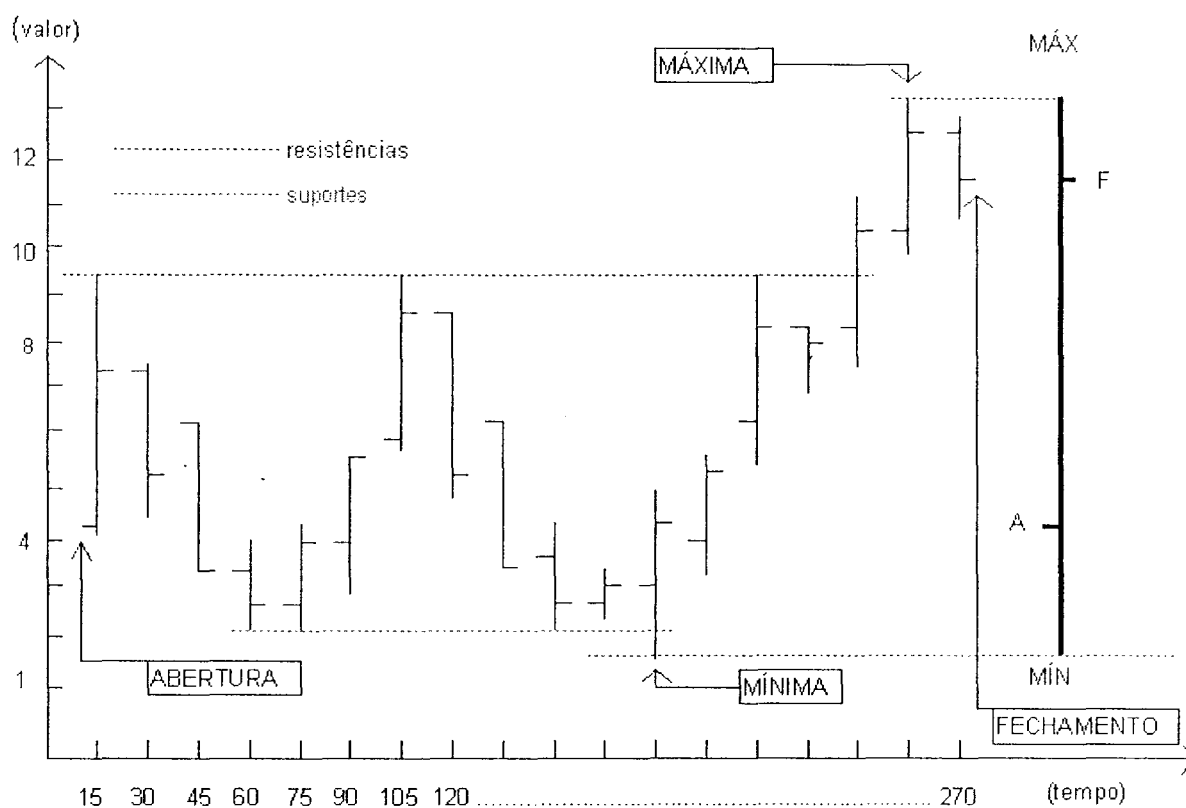
3.1.3 Gráficos

Conforme CAVALCANTE FILHO (2002, p.209), o principal instrumento desta análise são os gráficos, que é uma representação gráfica do comportamento do mercado e apresentam características padrões que se repetem com uma certa frequência e cuja interpretação serve de subsídio para efetuar previsões de tendências.

Os gráficos podem ser de linhas e barras, gráficos de volume, gráfico de posições em aberto, ponto e figura, gráfico de velas, gráficos de preço-quantidade, com média móvel, índice de força relativa, indicador de avanço e declínio, entre outros, que permitem avaliar as tendências em séries de preços de ações, indicar a natureza dos investidores que atuam no mercado e que influenciam a formação dos preços, a natureza cíclica das oscilações de preços e a importância dos volumes negociados, valendo-se inclusive de recursos matemáticos e estatísticos para analisar preço e volume negociados com o objetivo de prever o futuro provável dos preços das ações e o melhor momento para vender ou comprar, obtendo lucros.

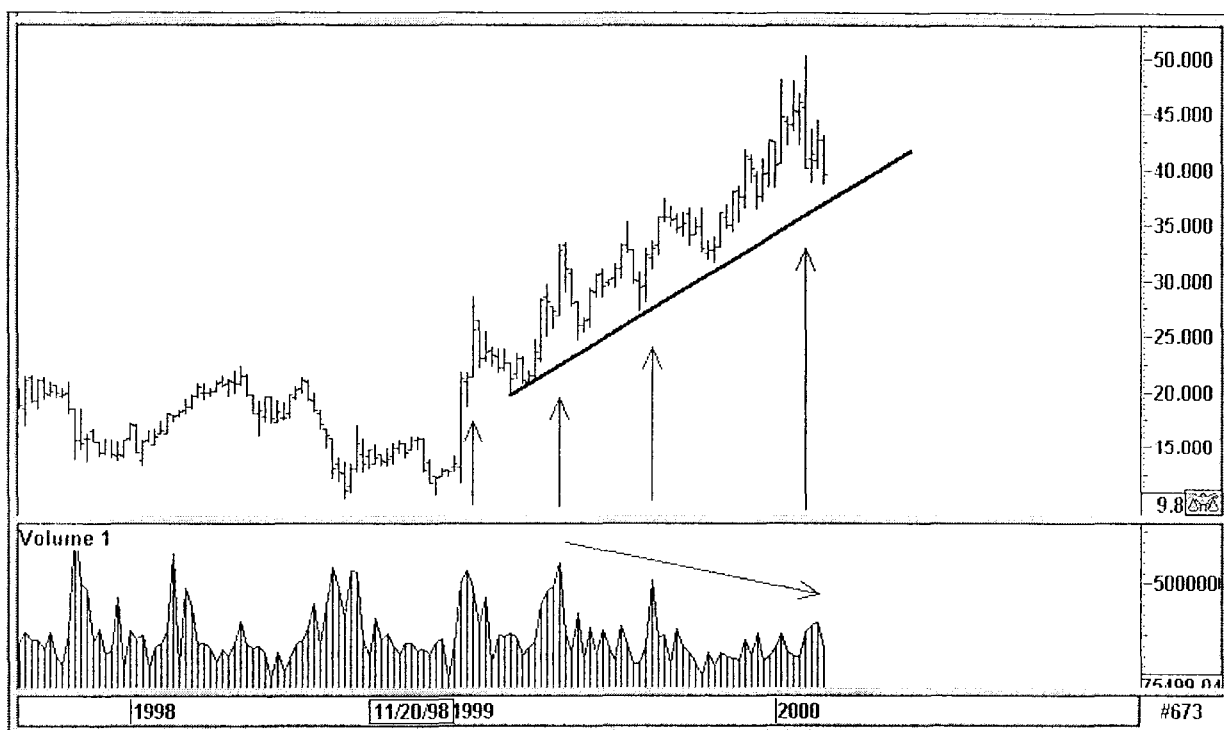
O gráfico de barras é o mais utilizado por permitir visualizar os preços de abertura, máximo, mínimo e de fechamento da ação, no dia ou por períodos maiores,

conforme o objetivo do analista. Nos gráficos a seguir, pode-se visualizar os detalhes de um gráfico de barras e a combinação de um gráfico de barras com o volume negociado de uma determinada ação.



FONTE: NORONHA (2010)

GRÁFICO 1 - EXEMPLO DE GRÁFICO DE BARRAS



FONTE: NORONHA (2010)

GRÁFICO 2 - EXEMPLO DE GRÁFICO DE BARRAS E VOLUME.

Este tipo de gráfico também pode ser combinado com a apresentação do volume, preço médio, médias móveis e de força relativa, com o objetivo de visualizar melhor a análise.

É muito importante a identificação das áreas ou das linhas de suporte e de resistência nos gráficos, bem como seus pontos de retorno, pois os preços procuram romper essas áreas, podendo haver uma mudança de tendência. A área ou linha de suporte é uma área de preços mínimos onde a pressão compradora supera a pressão vendedora e interrompe um processo de baixa e a área ou linha de resistência é uma área de preços máximos onde a pressão compradora é maior que a pressão vendedora, interrompendo uma tendência de alta. Quanto mais longa a tendência, maior é a sua importância, conforme FIUSA (2006, p.51).

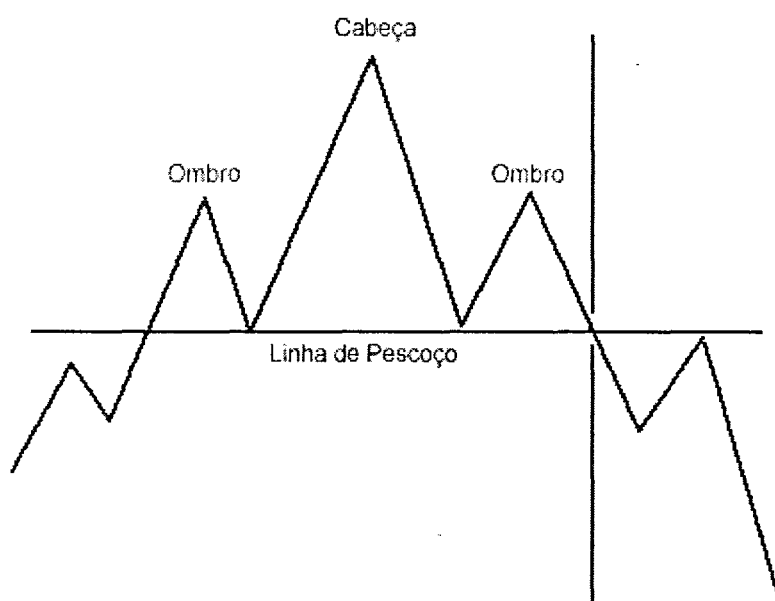
Os tipos de padrões nos gráficos, da direção de preços e de indicadores, em formato de zig-zag, onde as flutuações de preços ficam contidas entre duas linhas que formam figuras, são classificados em dois grupos, os de continuação da tendência e os de reversão da tendência.

Os padrões de continuação mais comuns são os triângulos simétricos, que indicam equilíbrio entre vendedores e compradores e podem ser encontrados em uma tendência de alta ou de baixa, triângulos ascendentes (em tendência de alta) e

descendentes (baixa), o retângulo (indefinido, com grande equilíbrio entre vendedores e compradores), as cunhas ascendente (baixa) e descendente (alta), bem como bandeiras e flâmulas (alta ou baixa).

Os padrões de reversão mais comuns são a formação de Ombro-Cabeça-Ombro (OCO), Topos e Fundos Arredondados, Topos e Fundos Duplos e Triplos, etc., dos quais o OCO é o padrão de reversão mais comum e o mais confiável. Costuma surgir em topos e fundos importantes, embora possa ocorrer como padrão de continuação.

O padrão OCO típico está ilustrado na figura a seguir, lembrando a cabeça e os ombros de uma pessoa.



FONTE: PEREIRA (2010)

GRÁFICO 3 - EXEMPLO DE FORMAÇÃO OMBRO CABEÇA OMBRO.

O padrão Topo e Fundo Arredondado é uma repetição do padrão OCO por um período mais longo, onde há o equilíbrio entre compradores e vendedores e a mudança da tendência vai-se definindo aos poucos. O padrão Topos e Fundos Duplos ou Triplos, verdadeiro, é raro, sendo geralmente interpretação de uma formação de um triângulo em uma linha de tendência.

Na análise técnica é muito importante a utilização de indicadores, que são colocados em gráficos com a finalidade de auxiliar a análise, podendo ser do tipo

rastreador ou oscilador, conforme FIUSA (2006, p.60). Também pode haver divergência entre os indicadores e o gráfico de preços, podendo sinalizar uma mudança eminente de tendência. Alguns indicadores podem ser utilizados melhor em situações de mercados em tendência e outros em mercados indefinidos.

O indicador rastreador ou seguidor de tendência serve para identificar quando o mercado está subindo ou descendo, que é o caso da maioria dos indicadores, porém não indicam o início nem o fim das tendências. Se focado no médio prazo, indicam a tendência. Se focado no curto prazo, indicam os momentos ideais para entrar ou sair do mercado. Um dos indicadores (matemático) é a média móvel, cuja confiabilidade é determinada pelos parâmetros utilizados e não pelo método de cálculo. O uso mais simples da média móvel é quando cruza a linha de preços de mercado, sinalizando que é o momento de compra, se a média móvel corta a linha de preços para baixo, e de venda se corta para cima.

Um indicador oscilador varia em torno de um determinado limite, no qual o mercado está com a tendência indefinida e uma divergência entre o indicador e o preço é um sinal de possível mudança de tendência. Um exemplo é o indicador de força relativa, que compara a média dos preços de fechamento em altas e em baixas em um determinado período de dias e a sua força indica o momento de reversão da tendência, conforme a força dos compradores e dos vendedores.

Na análise gráfica é importante detectar a linha de tendência de alta de longo prazo para maximizar os lucros. A análise gráfica não se preocupa com os fatos que provocam as oscilações nos preços, mas somente com as próprias oscilações e sua tendência. É uma metodologia empírica, com alto nível de incertezas, baseada num conjunto de observações passadas. Segundo CAMPOS (1979, p.167), "...a experiência internacional mostra que a eficácia da análise gráfica é maior quanto mais imperfeito for o mercado de ações...".

A vantagem da utilização do método é de que pode ser aplicado em qualquer mercado, com pequenas variações. Sua desvantagem é a subjetividade do método. Entretanto, se aplicado em conjunto com a análise fundamentalista, pode resultar numa análise mais segura.

3.2. ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Diferentemente da análise técnica, a análise fundamentalista não se baseia no estudo das cotações de bolsa e os seus movimentos, mas sim nos fundamentos econômicos no qual a empresa está inserida. A análise fundamentalista é um importante instrumento utilizado para a análise de investimento em ações, baseado na avaliação quantitativa da empresa, utilizando uma metodologia para determinação do valor econômico de empresas e de projetos, através de uma avaliação técnica dos fundamentos econômicos das empresas e do desempenho de suas ações no mercado de capitais. Tem o objetivo avaliar alternativas de investimento e estabelecer previsões para o seu desempenho.

É utilizada para respaldar recomendações sobre quais papéis devem ser comprados ou vendidos, antecipando o comportamento futuro de uma determinada empresa no mercado, através da determinação do preço justo das ações de uma empresa, que se baseia na expectativa de sua capacidade de gerar lucros futuros, sendo uma avaliação individual, refletindo a média de expectativas entre compradores e vendedores de uma ação.

Segundo CAVALCANTE FILHO e MISUMI (2005, p.196), os principais fatores que determinam o preço justo de uma ação são: o custo de oportunidade da renda fixa; o prêmio de risco inerente ao investimento na empresa; a liquidez da ação no mercado secundário; e a capacidade da empresa gerar lucros e a sua taxa de crescimento.

O objetivo principal desta análise é avaliar o comportamento da empresa com vistas a determinar o valor intrínseco da ação. Segundo CAMPOS (1979, p.167) é baseada no valor "... natural ou intrínseco para cada ação...", obtida com base nos resultados apurados pela empresa e está correlacionada diretamente com o desempenho econômico e financeiro da mesma. O valor encontrado reflete também "... sua capacidade de gerar lucro..." (CAMPOS, 1979, p.168), baseado nas possibilidades de desempenho da empresa no futuro e no comportamento da economia. O valor intrínseco equivale ao valor presente de um fluxo esperado de benefícios de caixa. Esse fluxo é descontado a uma taxa de retorno mínima esperada pelos investidores, que embute também o risco associado ao investimento.

Para determinar este valor intrínseco, segundo CAMPOS (1979, p.168) deve-se analisar as "... variáveis endógenas e exógenas à empresa..." que possam

afetar direta ou indiretamente o seu desempenho, ou seja, a empresa, o setor e a economia como um todo. Segundo CAMPOS (1979, p.168) "... teoricamente os valores intrínsecos e os preços de mercado deveriam ser iguais...", porém esta estimativa de lucros projetados também está sujeito a falhas. Deve-se localizar papéis que estejam sendo negociados no mercado a um preço inferior ao seu valor intrínseco, o que é recomendável para uma decisão de compra.

O analista fundamentalista busca estudar a situação financeira, econômica e mercadológica de uma empresa e suas expectativas e projeções para o futuro e o comportamento de preços de ações a partir do estudo de características particulares de cada empresa, interpretando dados fundamentais obtidos através dos principais demonstrativos financeiros da empresa como: balanço patrimonial, demonstrativo de resultado, fluxo de caixa, demonstração de origens e aplicações de recursos, etc. e os diversos dados e informações referentes ao setor econômico de atividade, ao mercado acionário e a conjuntura econômica, passando pela análise retrospectiva de suas demonstrações financeiras.

As informações básicas necessárias para a análise fundamentalista "... provêm dos balanços, dos demonstrativos de lucros e perdas das empresas, do mercado de ações e da conjuntura econômica..." (CAMPOS, 1979, p.168). Segundo CAMPOS (1979, p.168), as variáveis exógenas à empresa levam em conta os fatores conjunturais que determinam a evolução das atividades econômicas do país, dando-se ênfase à política adotada que influenciará na canalização de poupança para o mercado de ações.

Segundo PINHEIRO (2002, p.245), a análise macroeconômica é necessária para poder utilizar um número restrito de variáveis fundamentais, eliminando os fatores que afetam o comportamento individual, de tal forma que permita a análise e previsão da economia e seus agentes, de modo que o desempenho na bolsa reflita o desempenho da economia onde está inserida a empresa. "Se a economia vai bem, as empresas têm possibilidade de obter um bom desempenho e conseqüentemente suas ações subirão..." (PINHEIRO, 2002, p.246).

A análise setorial para o produto ofertado envolve o mercado, a potencialidade do mesmo, os incentivos fiscais e nível de competição interna do setor. Segundo PINHEIRO (2002, p.251), avalia-se como o setor, no qual a empresa está inserida, comporta-se em relação aos demais setores da economia. Esta comparação objetiva avaliar o desempenho e as perspectivas do setor.

A posição da empresa perante as demais também deve ser dimensionada. Segundo PINHEIRO (2002, p.251), avalia-se o posicionamento da empresa dentro do setor, baseada em parâmetros obtidos do desempenho médio de seus concorrentes e é uma ferramenta importante para qualifica-la dentro do setor de atuação.

Nas variáveis internas à empresa, que afetarão o desempenho da mesma, são analisados aspectos de estrutura econômica e financeira, bem como o perfil da estrutura acionária, técnica e administrativa.

Conforme TREUHERZ (1972, p.22), também se deve analisar os relatórios de auditoria, levando em conta “a qualidade dos administradores, a capacidade da planta, os planos e as estimativas da empresa para o setor”, para então montarem os modelos quantitativos que fornecerão o valor para decidir se é oportuna a compra ou a venda da ação, comparando-a com os preços do mercado, para determinar se o preço da ação está sobre valorizado, sub valorizado ou condizente com o preço de mercado (preço justo).

Teve origem acadêmica e geralmente é utilizada por administradores de fundos e investidores, no longo prazo, e tem por objetivo determinar o porque do valor real da ação. A dificuldade é determinar o valor intrínseco de uma ação, que pode inclusive apresentar valores diferentes, dependendo da abordagem. Deve-se procurar identificar os ativos que estão subavaliados pelo mercado, comparativamente ao valor intrínseco obtido. Porém esta análise não prevê o momento certo de entrar ou sair do mercado, apenas tenta prever o comportamento futuro da empresa no mercado.

Há dois métodos de abordagem na escola fundamentalista: o enfoque *Top Down* e o enfoque *Bottom Up*. O estudo do problema analisará o contexto em que está inserido o mercado de ações e suas inter-relações, utilizando os princípios da análise fundamentalista, enfoque *Top Down*.

3.2.1 Enfoque *Top Down*

Segundo PINHEIRO (2002, p.245), a análise *Top Down* parte do contexto global (visão macroeconômica) onde são realizadas análises da economia nacional, tais como projeções do crescimento do PIB, inflação, taxa de juros, taxa de cambio, balança de pagamento, etc., partindo-se depois para a analise do setor

de atuação da empresa, tais como regulamentação e aspectos legais, ciclo de vida do setor, sensibilidade à evolução da economia, perspectivas do setor, barreiras à entrada de novos concorrentes, competitividade (ganho de escala e rede de atendimento ou distribuição), etc.; e finalmente a abordagem específica da empresa em si (visão microeconômica). São selecionadas empresas subavaliadas do setor que apresentam melhores perspectivas, para recomendar a compra de suas ações.

3.2.2. Enfoque *Bottom Up*

Neste enfoque direciona-se para a análise de valores das ações e não da empresa, pois procura-se as ações das empresas mais subavaliadas, sem a preocupação com as perspectivas do setor de atuação. Os principais métodos para a análise dos valores das ações são baseados no valor patrimonial, no desconto de fluxo de fundos e nos índices da bolsa, conforme OREIRO, in FIUSA (2006, p.16).

No método patrimonial determina-se o valor da empresa através do valor do seu patrimônio, considerando-se apenas o seu valor contábil, independente de seu potencial de crescimento e de seu valor intangível. É utilizado para aquisição de empresas pelo seu valor mínimo.

No método de desconto de fluxo de caixa procura-se determinar uma taxa de desconto adequada, para o desconto de dividendos ou para o fluxo de caixa.

No método de índices bursáteis, procura-se determinar se a empresa está cara ou barata em relação ao preço de mercado, estimando-se a sua rentabilidade futura, em termos de rendimentos de dividendos e lucros futuros

3.2.3 Indicadores da Análise Fundamentalista

Conforme ASSAF NETO (2003, p.264), os indicadores da análise fundamentalista de ações têm como objetivo analisar os reflexos do desempenho da empresa sobre o valor de mercado de suas ações e serão utilizadas pelos analistas de mercado, acionistas e investidores em geral, para subsidiar decisões financeiras, baseadas nas tendências futuras apresentadas. A evolução das cotações de mercado das ações apresenta-se geralmente identificada nestes indicadores, sendo possível inclusive estabelecer-se algumas tendências futuras, que irão subsidiar as

decisões de compra ou venda de uma determinada ação em função do seu valor de mercado.

Quanto aos indicadores que medem o desempenho da empresa, temos os ligados a uma avaliação estática que são os Indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade, conforme LEMOS (2010).

Os Indicadores de Liquidez refletem a capacidade da empresa honrar os seus compromissos e abaixo estão listados os principais que são utilizados na análise fundamentalista:

3.2.3.1 Liquidez Corrente

Indica quanto a empresa tem a receber no curto prazo em relação a cada unidade monetária que deve no mesmo período.

Fórmula:

$\text{Liquidez Corrente} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$

3.2.3.2 Liquidez Seca

Tem o mesmo significado que a liquidez corrente, com exceção do fato de que os estoques não são considerados como recebíveis, ou seja, não conta com a realização imediata dos estoques.

Fórmula:

$\text{Liquidez Seca} = (\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}) / \text{Passivo Circulante}$

3.2.3.3 Liquidez Geral

Oferece a mesma indicação da liquidez corrente, mas engloba também os ativos e passivos a longo prazo.

Fórmula:

$\text{Liquidez Geral} = \text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Não Circulante} / \text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}$

Indicadores de Endividamento demonstram o percentual de endividamento da empresa, ou seja, quanto de seu capital próprio está comprometido em relação ao capital de terceiros. Estão listados abaixo os principais que serão utilizados na análise fundamentalista:

3.2.3.4 Endividamento Geral

Indica quanto a empresa tem captado junto a terceiros em relação ao seu capital próprio.

Fórmula:

Endividamento Geral = Passivo Circulante + Passível Não Circulante / Patrimônio Líquido

3.2.3.5 Endividamento Oneroso

Mede especificamente o comprometimento do capital próprio da empresa em relação à sua dívida com bancos e outras que têm custo financeiro embutido (debêntures, desconto de duplicatas, etc.).

Fórmula:

Endividamento Oneroso = Dívida Onerosa Total / Patrimônio Líquido

3.2.3.6 Endividamento Oneroso Líquido

Trata-se do cálculo do endividamento deduzido das disponibilidades aplicadas no mercado financeiro. É bastante útil nos casos de empresas que têm baixo custo de captação de empréstimos e o fazem com intuito de realizar o que chamamos de arbitragem, ou seja, captam de um lado e aplicam do outro, gerando ganhos líquidos.

Fórmula:

Endividamento Oneroso Líquido = Dívida Onerosa Total - Disponibilidades / Patrimônio Líquido.

Os Indicadores de rentabilidade habitualmente são expressos no formato percentual. A valorização da ação em Bolsa é o principal parâmetro de avaliação da sua performance como investimento, porém, o acionista tem como atrativo adicional a possibilidade de ser remunerado através do recebimento de dividendos, que podem ser mensurados através de Indicadores de dividendos, ou através dos indicadores de rentabilidade que expressam a valorização da cotação da ação, sendo listados abaixo os principais utilizados na análise fundamentalista:

3.2.3.7 *Pay out*

Este indicador é a taxa de distribuição do lucro da empresa para os acionistas na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio (em percentual). A legislação exige que seja distribuído, no mínimo, 25% do lucro líquido após as deduções legais e está previsto no estatuto social da empresa. Quando o estatuto é omissivo, a lei prevê a distribuição de 50%, compatibilizando com a situação financeira da empresa. O valor retido é utilizado como fonte de financiamento pela empresa ou de reinvestimento.

3.2.3.8 *Dividend yield*

O *dividend yield* é o dividendo pago por ação de uma empresa, dividido pelo preço da ação, entendendo-se como dividendo, a somatória dos pagamentos de dividendos e de juros sobre capital próprio. Quanto maior for o *dividend yield*, maior está sendo o resultado da empresa, ou melhor está sendo a sua política de distribuição de lucros. Este indicador demonstra a remuneração do acionista sobre o capital investido, sendo o valor pago pela empresa em relação ao preço pago pela ação e pode ser considerado como um rendimento da ação, independentemente da valorização em Bolsa. É relevante para o futuro, tendo uma projeção de lucro e sendo estabelecido um *pay out* realista.

Conforme FOGAÇA (2010), é preciso cuidado na hora de avaliar esse indicador, pois como o preço da ação está no denominador, o *dividend yield* pode parecer alto se a cotação do papel for muito baixa. Na realidade, pode estar refletindo algum tipo de problema com a empresa e não uma boa política de pagamento de dividendos.

Fórmula:

Dividend Yield = Dividendo pago por ação / Valor de mercado da ação

3.2.3.9 Rentabilidade do patrimônio líquido

É a taxa de retorno dos acionistas e mostra o percentual de lucro ou prejuízo auferido em relação ao capital empregado pelos acionistas. Normalmente se utiliza o Patrimônio inicial, mas podem ser necessários ajustes, utilizando-se então o Patrimônio médio do período de apuração do lucro. Quanto maior a porcentagem positiva, melhor.

Fórmula:

Rentabilidade do Patrimônio Líquido = (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido) x 100

3.2.3.10 Rentabilidade do ativo total

Este indicador mede o retorno obtido em relação ao total de recursos empregados, sejam eles próprios ou de terceiros. A porcentagem resultante mostra a eficiência da aplicação dos ativos e quanto lucro eles estão gerando, onde quanto for maior a porcentagem, melhor é o resultado. É um indicador útil para acompanhamento da evolução da empresa ao longo do tempo, medindo a eficiência global da administração.

Fórmula:

Rentabilidade do Ativo Total = (Lucro Líquido/Ativo Total médio) x 100

Alguns dos Indicadores de Mercado mais utilizados na análise fundamentalista são os que se seguem abaixo:

3.2.3.11 LPA - Lucro por ação

O índice LPA demonstra o benefício auferido por cada ação emitida pela empresa, ou seja, o resultado líquido obtido em determinado período. O lucro por ação (LPA) representa a divisão do lucro líquido pelo número total de ações da empresa em um determinado período, ou seja, representa a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação emitida, sendo que a sua distribuição aos acionistas é

definida pela política de dividendos adotada pela companhia. A quantidade de ações emitida pode ser determinada pelo número de ações que compõem o capital social da empresa ao final do exercício social, ou em função de sua quantidade média calculada no período.

Fórmula:

$$\text{LPA} = \text{Lucro Líquido} / \text{Número Total de Ações}$$

3.2.3.12 VPA – Valor Patrimonial por ação

O valor patrimonial pode servir de referência para o exercício de direitos do acionista. É uma informação estática e histórica, medida com base em valores acumulados do passado. A realização financeira depende da alienação de todos os ativos da empresa pelos preços registrados nos relatórios financeiros das empresas, sendo, portanto de difícil verificação prática, o que reduz a sua importância para efeitos de análise e avaliação de empresas.

O Valor Patrimonial por Ação (VPA) representa a divisão do Patrimônio Líquido da empresa pelo seu número total de ações. O resultado deste cálculo revela a relação existente entre os bens da empresa e o valor da ação. O valor patrimonial não deve ser analisado individualmente, muito menos utilizado como fator determinante de uma compra ou venda de ativos. É rara a situação em que o valor da ação negociada na Bolsa de Valores seja exatamente o mesmo do cálculo do valor patrimonial, devido às distorções e expectativas do mercado em relação a resultados futuros ou fatos significantes relacionados direta ou indiretamente à empresa, dependendo do setor. Com o valor patrimonial consegue-se ver de forma rápida o quanto inflacionado ou deflacionado encontra-se o valor da ação negociado no mercado.

Fórmula: $\text{VPA} = \text{Patrimônio Líquido} / \text{Número Total de Ações}$

3.2.3.13 P/L – Índice Preço / Lucro

É o quociente da divisão do preço de mercado de uma ação, pelo lucro líquido anual da mesma. O Índice Preço/Lucro (P/L) é teoricamente o número de anos ou exercícios que o investidor levaria para recuperar o capital investido na compra de uma ação, pelo recebimento do lucro gerado por uma empresa, partindo-

se da hipótese de que o lucro apurado por ação se manterá constante nos próximos anos e será distribuído em todos os anos, dependendo da política de distribuição de dividendos da empresa e podendo não se concretizar. A principal limitação está no fato de estar baseada no pressuposto da estabilidade de perpetuidade do lucro estimado projetado. Geralmente se considera o PL do período em curso, em nível normal, sem interferência de fatores extraordinários que provocam distorções.

Fórmula:

Índice PL= Preço de Mercado de uma Ação / Lucro por Ação

O preço por ação (numerador) é o preço de mercado de uma ação. O lucro por ação (denominador) é o lucro líquido da empresa mais recente do período de um ano, dividido pelo número de ações.

É um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise ações, por ser fácil de calcular, utilizar e comparar e é bastante utilizado pelos investidores na avaliação dos preços de ações, por permitir que se forme uma comparação intuitiva entre o preço pago na aquisição da ação e seus lucros oferecidos.

É um índice estático, aplicável somente para período futuros, que não leva em consideração os riscos apesar de que, ações com maior risco têm PL menor, enquanto que ações mais atrativas têm PL maior, refletindo a confiança do mercado. Também podem refletir os resultados das empresas frente aos ciclos da economia, pois o PL pode variar muito em períodos de recessão ou em períodos de crescimento econômico. Outra linha de análise evidencia que ações com baixo índice de PL, têm retorno melhor do que as ações de alto índice de PL, devido à preferência dos investidores por ações que prometem grande crescimento.

O índice Preço/Lucro de uma ação (também conhecido por múltiplo de lucros ou PLPA) é um índice usado para determinar quão barato ou caro está o preço da ação. Serve também como um marcador de problemas e de oportunidades de negócio. Relacionando o preço e os lucros por ação de uma companhia, pode-se analisar a avaliação de mercado das ações de companhias relativa à riqueza que a companhia está criando realmente.

A razão principal de calcular o índice P/L é tornar comparável para os investidores, duas ou mais ações de empresas de diferentes setores. Se uma ação tiver um P/L duas vezes maior do que de uma outra ação, este provavelmente é um investimento menos atrativo (quanto maior for o P/L, mais "cara" estaria a ação). As comparações entre setores, entre países ou entre períodos são perigosas.

Assume ainda um caráter de preço relativo, na medida em que seja disponível uma série de projeções para várias empresas para determinado ano.

◉ Inverso do índice PL indica a lucratividade de uma ação.

3.2.3.14 PVPA - Preço / Valor patrimonial

Mede o quanto a ação está cotada em relação ao seu valor patrimonial e quanto menor for o seu valor, pode indicar que a ação não está dando retorno satisfatório ao acionista como também pode indicar que o patrimônio pode estar sub ou supervalorizado, prejudicando a análise, por isso é pobre em termos informativos.

Fórmula:

Preço/Valor Patrimonial (PVPA) = Cotação da Ação/ Patrimônio Líquido por Ação

3.2.3.15 Preço-justo

Também conhecido por valor intrínseco de uma ação, serve de subsídio para decisão de compra, venda ou manter a posição. É um preço extraído das projeções de fluxo de caixa descontado, que serve como parâmetro para que o investidor tenha uma resposta de quanto deveria valer a ação de determinada empresa. O preço justo corresponde ao lucro projetado por ação, agregado do custo de oportunidade de aplicação em renda fixa e mais um prêmio pelo risco. O custo de oportunidade é dado pelo rendimento líquido de uma aplicação em renda fixa, com risco insignificante e retorno assegurado (poupança, CDB de banco de 1ª linha). O prêmio de risco corresponde a um rendimento adicional pelo risco de uma aplicação em renda variável, cujo retorno não é assegurado. Pode ser calculado utilizando o índice P/L, por ser o índice mais utilizado.

Conforme CAVALCANTE FILHO (2005, p.203), pode ser calculado da seguinte forma:

$PL = \text{Cotação} / \text{Lucro por ação}$ $PL \text{ justo} = \text{cotação justa} / \text{lucro por ação}$

Se $PL \text{ justo} = 1/\text{retorno justo}$ $\text{Cotação justa} = \text{Lucro por ação} / \text{retorno justo}$

Assim sendo,

$\text{Cotação justa} = \text{Lucro por ação} / (\text{custo de oportunidade} + \text{prêmio})$

3.2.3.16 Outros indicadores:

Valor de mercado

O valor de mercado de uma empresa é representado pela cotação de sua ação em Bolsa, multiplicada pelo número total das ações que compõe o seu capital. Para o cálculo adequado do valor de mercado, deveriam ser consideradas as cotações em Bolsa de cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais) e ponderadas pelas quantidades de cada tipo no capital da empresa. Entretanto, na maioria dos casos, não há negócios com os dois tipos em Bolsa, motivo pelo qual é freqüente utilizar-se como referência a cotação da ação mais líquida (com mais negócios em Bolsa) e efetuar a multiplicação pelo número total de ações.

Valor Contábil

Se explícito pode servir de referência para o exercício de direitos do acionista. O valor patrimonial das empresas não é necessariamente próximo do valor de mercado. Isto se deve basicamente ao fato de que os dados contábeis são escriturais e podem conter defasagens em relação ao valor considerado justo para uma ação, que é um entendimento subjetivo e pode variar de investidor para investidor, pois os diferentes julgamentos de valor é que fazem o mercado funcionar, havendo sempre compradores e vendedores e proporcionando liquidez para os ativos. É importante saber que a contabilidade utiliza como parâmetro o conceito de valor econômico, e não financeiro. Isto significa que os valores observados nos balanços não têm relação direta com o valor de negociação, que é dado pelo mercado.

Valor de liquidação

É o valor estimado para o caso de encerramento das atividades da empresa e tem pouca aplicabilidade prática.

3.3 ANÁLISE TÉCNICA X ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Geralmente as análises são utilizadas simultaneamente, para verificar a convergência num mesmo sentido de tendência, sendo a análise fundamentalista usada para escolher as ações nas quais serão investidos os recursos, enquanto que

a análise técnica serve para determinar o momento mais favorável para o investimento.

De outra forma, a análise fundamentalista é o estudo e a interpretação dos fatores fundamentais pelos investidores e demais participantes do mercado e ela procura determinar as causas pelas quais os preços irão se movimentar e o seu resultado no longo prazo, onde importam os lucros obtidos e projetados, política de dividendos das empresas, expectativas para o setor de atividade, grau de endividamento, etc. Por isso o analista fundamentalista é especializado em determinado setor de atividade econômica, como finanças, por exemplo, devido à complexidade e dificuldade em entender e analisar as relações entre os fatores fundamentais e os preços, se aplicados em outro setor. .

A análise técnica teve origem na observação do mercado e procura prever quando e para onde as ações irão se movimentar, ou seja, a consequência da movimentação, pois esta ferramenta é mais indicada para escolher o momento oportuno para comprar ou vender uma determinada ação, previamente selecionada através de uma análise fundamentalista e maximizar os ganhos com ela, adquirindo as ações antes dos demais investidores numa tendência de alta ou vendendo antes dos outros, antecipando uma desvalorização (*timing*) e é usada principalmente por especuladores com o objetivo de comprar ou vender determinadas ações, aproveitando-se das oscilações do mercado para obter lucros maiores. Na análise técnica, o preço reflete o resultado de todas as forças que atuam no mercado e de toda a massa de investidores. .

As duas análises são válidas e caminham juntas, pois tentam resolver o mesmo problema, que é prever a tendência de preço da ação, porém utilizando ferramentas diferentes.

No estudo do caso não será aplicada a análise técnica por que o que lhe interessa é analisar o movimento do preço, conseqüente da atuação e a expectativa de todos os agentes que participam do mercado e dos seus fatores internos de oferta e demanda, bem como da “psicologia” do mercado. Colocando de outro modo, para o analista técnico o preço é a resultante de todas as forças que atuam no mercado, como um todo, sem se preocupar com as causas. Não é o objetivo do presente estudo determinar a tendência de um fato passado e o seu timing, o que serviria apenas como comprovação do que foi observado no período analisado.

Assim será aplicada a análise fundamentalista porque é mais adequada

para o presente estudo, para tentar identificar os fatores que contribuíram para os resultados observados, considerando os resultados obtidos pela empresa e tendo em vista que os índices observados serviriam para validar a cotação da ação frente ao seu preço justo, mostrando porque os valores se comportaram dessa forma e também para comprovar a validade de sua utilização como ferramenta de análise.

4 APLICAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Inicia-se a aplicação da análise fundamentalista, analisando as taxas percentuais do período, as taxas anuais e as taxas anuais equivalentes (média) observadas nos principais indicadores macroeconômicos do país, como o crescimento econômico (PIB), a inflação(IPCA), a taxa de juros (SELIC) e o rendimento de aplicações em renda fixa segura (CADERNETA DE POUPANÇA) comparativamente ao rendimento referencial do mercado de ações (IBOVESPA), conforme apresentado na tabela abaixo e cuja análise será efetuada em seguida.

TABELA 8: VARIAÇÃO (%) DOS INDICADORES MACRO, PERÍODO 2001-2007.

Indic.anual	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumul	equival
var. IPCA	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46	62,26	7,16
var. POUPANÇA	8,63	9,27	11,10	8,10	9,18	8,23	7,63	81,31	8,87
var.SELIC nominal	17,30	19,17	23,34	16,24	19,04	17,07	11,87	212,45	17,67
var. IBOVESPA (*)	-11,02	-17,00	97,38	17,81	27,71	32,93	43,65	318,80	22,70
var.PIB nominal (**)	10,40	13,50	15,00	14,20	10,60	10,34	12,32	125,57	12,32

Fonte: Bacen; (*)Bovespa; (**) IBGE

4.1 INDICADORES MACROECONÔMICOS

Os fatores externos ao país, a própria situação da economia e o setor onde estão inseridas as empresas, têm reflexos no seu desempenho das empresas, por isso analisaremos a seguir alguns desses indicadores, para efeito comparativo.

4.1.1 Crescimento Econômico

A variação percentual acumulada do PIB nominal foi de 125,57%, no período de 2001 a 200, com uma taxa anual equivalente de 12,323%. Observa-se que as maiores taxas de crescimento nominal foram em 2005 e 2004, porem considerando-se a queda da taxa de inflação, o maior crescimento real foi em 2007, para o período considerado, com possíveis reflexos no Índice IBOVESPA.

4.1.2 Inflação

Segundo PINHEIRO (2002, p.250), num processo inflacionário o valor da moeda deteriora-se rapidamente, ocorrendo um desestímulo à aplicação de recursos no mercado de capitais. Está se considerando a variação percentual anual do IPCA como indicador do parâmetro, por ser o índice que melhor reflete a variação da inflação.

A variação percentual da inflação, medida pelo IPCA, totalizou 62,26%, em taxa equivalente às taxas anuais do período de 2001 a 2007. Isto produziu uma taxa anual equivalente à média de 7,16%. Observa-se que há uma baixa da taxa de inflação no período de 2005 a 2007, quando a inflação ficou mais controlada, com prováveis reflexos positivos no Índice IBOVESPA e nas cotações das ações dos bancos.

4.1.3 Taxa de Juros

Segundo PINHEIRO (2002, p.248), a taxa de juros afeta os custos financeiros das empresas e as expectativas de investimento, porque quando caem as pessoas tendem a consumir mais com maior procura por crédito e os custos financeiros das empresas são menores, gerando um aumento no ganho das empresas, refletindo na cotação das ações e também porque os investidores migram para a renda variável provocando alta nos preços das ações. Quando os juros sobem os investidores passam a aplicar mais em renda fixa, provocando baixa nas cotações das ações.

Está se considerando a variação percentual anual da SELIC nominal como parâmetro representativo a ser utilizado para efeito comparativo. A variação da taxa da SELIC nominal, durante o período de 2001 a 2007 apresentou uma variação de 212,45%, em taxa equivalente às taxas anuais do período. Isto produziu uma taxa anual equivalente a média de 17,67%.

Observa-se uma expressiva queda na taxa de juros em 2007, que em conjunto com uma queda na taxa de inflação que se vinha observando nos anos de 2005 a 2007, provavelmente tiveram reflexos positivos no Índice IBOVESPA e no desempenho da maioria das empresas.

4.1.4 Caderneta de poupança

É uma das formas de aplicação mais tradicional e conservadora e é considerada uma das mais seguras porque o governo garante os depósitos até certo limite, por isso seus rendimentos anuais serão utilizados como comparativo aos outros tipos de ativos financeiros.

O rendimento percentual da poupança, apresentou uma variação de 81,31% no período de 2001 a 2007, em taxa equivalente às suas taxas anuais, produzindo uma taxa anual equivalente à média de 8,87%. Sua variação foi relativamente estável, observando-se apenas um rendimento menor em 2007, que pode ter refletido no desempenho do IBOVESPA.

4.1.5 IBOVESPA

O índice compreende as principais ações negociadas na Bovespa e é um indicador que representa de forma fiel e eficiente o comportamento do mercado de ações brasileiro, não só o comportamento médio dos preços, mas também o perfil das negociações do mercado à vista. Tem sido usado como parâmetro representativo da situação do mercado nacional de ações, representando a média do desempenho da cotação das ações das empresas no mercado. Entretanto também tem sido usado indevidamente como sendo representativa da situação da economia nacional, representando a média do desempenho das empresas na economia.

O acumulado da variação percentual do Índice IBOVESPA foi de 318,67%, no período, com uma taxa anual equivalente à média de 22,70%. Em 2001 e 2002 apresentou variações negativas que foram compensadas por fortes variações positivas em 2003, 2006 e 2007, reflexos das variações das cotações das ações que compõem este índice, dentre as quais estão as dos bancos em estudo, os quais provavelmente apresentaram lucros compatíveis com as variações das cotações de suas ações.

4.2 INDICADORES DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Não utilizaremos os indicadores de liquidez e endividamento, por não ser o objetivo deste estudo verificar a situação das empresas sob estes aspectos, mas sim sob o aspecto da rentabilidade e o seu reflexo na cotação de suas ações (valorização em Bolsa).

A avaliação do desempenho de uma ação como investimento pode ser através do recebimento de dividendos (indicadores de dividendos), bem como através da valorização da cotação da ação na Bolsa, medida através dos indicadores de rentabilidade, que habitualmente são expressos no formato percentual e que analisaremos a seguir.

4.2.1 Pay out

Apresenta-se a tabela abaixo, com os valores de lucro líquido distribuídos pelas empresas, ano a ano e o acumulado durante o período, com seus respectivos percentuais.

TABELA 9: DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO PERÍODO 2001-2007, EM R\$ MILHÕES.

BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro liq.	1.082	2.028	2.381	3.024	4.154	6.044	5.058	23.771
Dividendos	265	580	746	954	1.498	2.418	2.023	8.484
% distribuído	24,49	28,57	31,33	31,56	36,06	40,01	40,00	35,69
BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro liq.	2.170	2.023	2.306	3.060	5.514	6.363	7.210	28.646
Dividendos	849	947	1347	1325	1881	2160	2823	11332
% distribuído	39,11	46,81	58,41	43,30	34,11	33,95	39,15	39,56
ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	acumulado
Lucro liq.	2.389	2.377	3.152	3.776	5.251	4.309	8.474	29.728
Dividendos	808	829	1.108	1372	1.585	1.923	2.544	10.169
% distribuído	33,82	34,88	35,15	36,33	30,18	44,63	30,02	34,21

FONTES: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Observa-se que estes bancos têm uma boa política de distribuição de dividendos, para os quais o Banco do Brasil tem mantido uma política de distribuição crescente, enquanto os outros dois bancos têm variado o percentual conforme o ano

4.2.2 Dividend yield

É o rendimento da ação em relação ao valor investido na sua aquisição, independente da sua valorização. Observa-se na tabela abaixo que estas empresas têm observado, em média, uma política de distribuição de dividendos semelhantes, conforme pode observar-se também na tabela do *Pay out*.

TABELA 10: DIVIDEND YIELD NO PERÍODO, (%)

INDIC BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
Dividend Yield	3,51	7,96	4,18	3,62	4,38	4,6	2,70	4,42
INDIC BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Dividend Yield	4,71	6,00	5,59	8,69	2,83	2,50	2,45	4,68
INDIC ITAU	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
Dividend Yield	4,05	4,27	3,32	2,97	2,48	2,03	2,29	3,06

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Entretanto como seu cálculo está relacionado com a cotação da ação, deve-se ter cautela na análise dos percentuais apresentados anualmente.

4.2.3 Rentabilidade do Patrimônio líquido

Observa-se na tabela abaixo, que o lucro obtido pelos acionistas é percentualmente próximo e que no ano de 2005, todos os bancos obtiveram altos índices de rentabilidade do patrimônio líquido.

Os anos de menor rentabilidade são variados e estão associados a eventos variados que afetaram os seus resultados. O ano de 2001 foi marcante para o Banco do Brasil em função de sua reestruturação societária e os investimentos efetuados para acompanhar as mudanças de mercado e manter a competitividade, bem como foi o início de uma tendência de maior rentabilidade observada nos anos subseqüentes, especialmente em 2006. Os anos de 2002 e 2003 foram marcantes para o Bradesco em função das aquisições efetuadas que aumentaram os seus ativos totais e o seu patrimônio líquido, porém não tiveram o mesmo incremento proporcional em seu lucro líquido, cujos resultados vieram posteriormente. Fenômeno semelhante foi observado no Itaú em 2006.

TABELA 11: RENTABILIDADES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO E DO ATIVO TOTAL, NO PERÍODO 2001-2007, (%).

INDICADORES BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
Rentabilidade patrim.liq.	13,58	23,19	25,89	21,44	29,45	35,87	24,37	24,83
Rentabilidade ativo total	0,66	0,99	1,03	1,27	1,64	2,04	1,41	1,29
INDIC BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
Rentabilidade patrim.liq.	22,22	18,65	17,02	20,11	28,41	25,83	23,75	22,28
Rentabilidade ativo total	1,97	1,42	1,31	1,65	2,64	2,40	2,11	1,93
INDIC ITAU	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
Rentabilidade patrim.liq.	31,53	26,31	26,53	27,03	33,75	18,29	29,25	27,53
Rentabilidade ativo total	2,93	2,14	2,65	2,90	3,44	2,05	2,87	2,71

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Este é um dos principais indicadores que devem ser observados na análise fundamentalista, pois indica a remuneração que será obtida pelo acionista, em relação ao seu capital.

4.2.4 Rentabilidade do ativo total

Indicador útil para medir a eficiência da administração e a evolução da empresa ao longo do tempo. Observa-se pela tabela anterior que há uma íntima associação com resultados obtidos com a rentabilidade do patrimônio líquido, tanto nos anos de melhor resultado quanto nos de pior resultado, entretanto observa-se que, em média, os melhores índices obtidos são os do Itaú, seguido do Bradesco e depois pelo BB.

4.2.5 LPA - Lucro por ação

É um indicador de mercado que representa a parcela do lucro líquido correspondente a cada ação emitida, para que o investidor possa avaliar o retorno de seu investimento. Preferencialmente deve apresentar incrementos positivos, exceto quando há *split* das ações, conforme se constata na tabela abaixo.

Observe que o desempenho deste indicador está associado com a rentabilidade do patrimônio líquido, porém não mantém a mesma proporcionalidade se comparado com o valor de mercado da ação, podendo corresponder a rendimento diferenciado dependente do valor de aquisição da ação.

TABELA 12: LPA NO PERÍODO 2001-2007, (em R\$)

Indic. BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
LPA-Lucro por ação	1,52	2,73	3,20	3,73	5,12	7,46	2,04	split
Cotação ação ON	10,59	9,80	24,00	32,50	42,20	64,00	30,40	
LPA/Cotação	14,35	27,84	13,35	11,48	12,14	11,65	6,72	13,93
Indic.BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
LPA-Lucro por ação	1,51	1,42	1,45	6,45	5,63	6,36	3,57	split
BRADESCO ON	10,50	10,20	13,45	28,50	64,49	82,95	51,50	
BRADESCO PN	12,50	11,05	15,20	32,12	67,70	86,50	56,95	
LPA/Cotação PN	12,05	12,82	9,57	20,08	8,32	7,35	6,27	10,92
Indic.ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
LPA-Lucro por ação	20,95	20,95	27,11	32,67	4,63	3,53	3,47	split
ITAÚ PN	175,00	171,50	287,00	399,00	56,30	77,40	45,50	
ITAÚ ON	175,00	156,00	252,50	350,00	47,00	64,74	43,00	
LPA/Cotação PN	11,97	12,22	9,45	6,80	8,23	4,56	7,62	8,69

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

4.2.6 VPA - Valor Patrimonial por Ação

É um indicador que dá uma visão de como o valor patrimonial da ação está inflacionado ou deflacionado em relação ao valor de mercado. Geralmente é crescente, exceto quando há *split* das ações, conforme se observa na tabela abaixo.

TABELA 13: VPA NO PERÍODO 2001-2007, (em R\$)

Indic. BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	obs.
VPA-Valor patrim p/ação	12,29	12,37	16,38	17,40	20,79	25,61	9,80	split
Cotação ação ON	10,59	9,80	24,00	32,50	42,20	64,00	30,40	
Indic.BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
VPA-Valor patrim p/ação	6,78	7,60	8,55	32,07	19,82	24,62	15,05	split
BRADESCO ON	10,50	10,20	13,45	28,50	64,49	82,95	51,50	
BRADESCO PN	12,50	11,05	15,20	32,12	67,70	86,50	56,95	
Indic.ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
VPA-Valor patrim p/ação	66,47	79,65	102,18	120,87	13,73	19,28	11,85	split
ITAÚ PN	175,00	171,50	287,00	399,00	56,30	77,40	45,50	
ITAÚ ON	175,00	156,00	252,50	350,00	47,00	64,74	43,00	

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Este indicador deve ser usado com cautela, por que dependendo do método de avaliação do patrimônio, ele pode ter sido sub ou superavaliado, distorcendo a análise.

4.2.7 P/VPA – Preço / Valor Patrimonial

Indica a lucratividade da ação, quanto maior melhor o retorno, porém a análise pode ficar prejudicada, dependendo de como estiver avaliado o patrimônio (sub ou super). Observa-se na tabela abaixo, que os índices para os três bancos, no período estudado, tem sido acima da média nos anos de 2005 a 2007.

TABELA 14: P/VPA NO PERÍODO 2001-2007, (%)

Indic. BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
P/VPA-Preço/Valor patrim	0,86	0,79	1,47	1,87	2,03	2,50	3,10	1,80
Indic.BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
P/VPA-Preço/Valor patrim	1,84	1,45	1,78	1,00	3,42	3,51	3,79	2,40
Indic.ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
P/VPA-Preço/Valor patrim	2,63	2,15	2,81	3,30	4,10	4,01	3,84	3,26

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Isto pode ser atribuído ao fato de que as cotações das ações destes bancos tiveram crescimento acentuado nos anos de 2004 a 2007, e tendo em vista que o preço de mercado das ações fica no numerador deste índice, o que é compatível com o princípio teórico do índice. Os melhores índices no período foram os do Itaú, seguido pelo Bradesco e pelo BB.

4.2.8 P/L – Índice Preço / Lucro

Teoricamente é o tempo que se levaria para recuperar o capital investido e sabendo-se que ações mais atrativas têm P/L maior, refletindo a confiança do mercado, podendo observar-se esta ocorrência na tabela abaixo.

TABELA 15: P/L NO PERÍODO 2001-2007.

Indic. BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	média
P/L - Preço / Lucro	6,97	3,59	7,49	8,71	8,23	8,58	14,88	8,35
Indic.BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
P/L - Preço / Lucro	5,76	5,46	6,59	10,50	12,28	13,59	7,90	8,87
Indic.ITAÚ	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
P/L - Preço / Lucro	7,33	7,21	9,11	10,57	10,72	17,96	5,37	9,75

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Constata-se que dos três bancos, o Itaú apresenta os índices mais elevados, no período, ou seja, o retorno do capital investido nesta ação levaria mais tempo.

4.2.9 Preço Justo

Por se tratar de uma projeção de um lucro obtido, ao qual foi aplicada uma expectativa de um rendimento justo, adicionada de um prêmio pelo risco, sendo o valor obtido o preço justo da ação, a ser comparado com a cotação de mercado, seria desejável que uma ação de primeira linha, tivesse no mínimo o rendimento da taxa SELIC nos anos de 2001 e 2002, com um prêmio de 10% e que nos anos subsequentes tivesse como referencial o rendimento do índice Bovespa, com um prêmio de 10%, para que valesse a pena escolher a aplicação nessas ações. Caso não reflita essa taxa, seria preferível a aplicação no próprio índice IBOVESPA, que teria menor risco, pois reflete a média do mercado.

Aplicando esses parâmetros para calcular o retorno justo, obteve-se um preço justo, conforme a tabela abaixo.

TABELA 16: PREÇO JUSTO NO PERÍODO, (em R\$).

Indic. BB	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
LPA-Lucro p/ação	1,52	2,73	3,20	3,73	5,12	7,46	2,04
Preço justo	7,99	12,94	2,99	19,04	26,16	20,58	4,25
Cotação ação ON	10,59	9,80	24,00	32,50	42,20	64,00	30,40
Indic. BRADESCO	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
LPA-Lucro p/ação	1,51	1,42	1,45	6,45	5,63	6,36	3,57
Preço justo	7,92	6,72	1,36	32,92	18,47	17,56	7,44
BRADESCO ON	10,50	10,20	13,45	28,50	64,49	82,95	51,50
BRADESCO PN	12,50	11,05	15,20	32,12	67,70	86,50	56,95
Indic. ITAU	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
LPA-Lucro p/ação	20,95	20,95	27,11	32,67	4,63	3,53	3,47
Preço justo	110,11	99,36	25,31	166,75	15,21	9,73	7,22
ITAU PN	175,00	171,50	287,00	399,00	56,30	77,40	45,50
ITAU ON	175,00	156,00	252,50	350,00	47,00	64,74	43,00
tx retorno p/ preço justo	0,19	0,21	1,07	0,20	0,30	0,36	0,48

FONTE: Banco do Brasil; Bradesco; e Itaú. Elaboração própria.

Comparando-se o preço justo das ações com os seus valores de mercado, observa-se que a cotação está muito acima do seu preço justo e que os anos em que o preço justo se aproximou do valor de mercado, foram os anos em que a variação da cotação das ações foi negativa. Os resultados obtidos indicam que as ações destes bancos estavam supervalorizadas, conforme já observado também pelo índice P/L.

Conforme foi apresentado nos capítulos anteriores, as instituições financeiras de varejo estão inseridas numa estrutura de oligopólio onde o mercado é dominado por alguns bancos, tradicionalmente dedicados às atividades de intermediação financeira e prestação de serviços bancários, fonte de suas receitas, decorrentes do spread bancário e de tarifas sobre serviços, criando barreiras à entrada de novos bancos no mercado, pois é um dos mais regulamentados do Brasil e é regulado e controlado pelo SFN, que estabelece diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle do mercado, segundo MELLAGI FILHO e ISHIKAWA (2003, pg.116).

Estes bancos têm procurado aumentar sua participação no mercado, aumentando a sua base de clientes, através de aquisições de concorrentes ou através de parcerias em novos nichos de mercado (Banco Postal, Banco Popular), aumentando também sua receita com a cobrança de tarifas pela prestação de serviços. Com isto, estes bancos, apesar das dificuldades econômicas que afetaram grande parte da economia, tiveram substancial valorização no seu patrimônio durante o período de forma sustentável e estável até 2005.

A partir de 2005 foi o ano em que a inflação foi controlada, apesar de ter havido um período com elevação da taxa básica de juros (SELIC) em relação ao ano anterior. Também houve uma repressão nos ganhos com o *spread*, bem com uma redução nas taxas de juros, provocando uma migração de recursos aplicados em renda fixa para aplicação em renda variável, bem como aplicação em atividades produtivas, gerando um aumento de consumo da economia e a expansão da procura por créditos, o que possibilitou um aumento de ganhos maiores, compensando as perdas com o *spread* e obtendo elevado desempenho em seu lucro e retorno sobre o seu patrimônio líquido.

A convergência dos fatores queda da inflação e da taxa de juros, de 2005 a 2007, teve reflexos no aumento da atividade produtiva da economia nacional, com conseqüências na procura por créditos, produtos e serviços bancários, que

associados com a otimização de suas atividades, em uma estrutura de oligopólio, produziram bons lucros que valorizaram estas empresas. Estes bancos seguiram uma estratégia semelhante, tais como investimentos maciços em processamento e em novas tecnologias, obtendo ganhos de produtividade com custos cada vez menores.

Considerando um volume maior de recursos sendo aplicados em renda variável afetando o desempenho do mercado de ações e a sua procura por ações rentáveis e seguras, provocaram também uma acentuada valorização nas cotações das ações desses bancos, tornando-as supervalorizadas, além dos valores compatíveis com os indicadores obtidos pela análise fundamentalista. Entretanto esta valorização foi sólida e consistente, pois foram semelhantes para as três empresas, além do fato de serem líderes do mercado financeiro e estarem numa estrutura de oligopólio, considerando que só elas representavam 36,38% dos ativos do Sistema Financeiro Nacional da época.

Os indicadores de análise fundamentalista apresentaram valores percentuais próximos para as três empresas, demonstrando que têm políticas semelhantes em relação à distribuição de dividendos. Também obtiveram resultados percentuais aproximados no indicador de rentabilidade do patrimônio líquido, com um índice médio melhor para o Itaú, que também sobressaiu no item rentabilidade do ativo total, seguido pelo Bradesco.

Referente aos indicadores relativos ao valor patrimonial e ao preço de mercado observa-se que as ações encontram-se em média, com o preço de mercado supervalorizado, especialmente do Itaú, seguido pelo Bradesco. Conseqüentemente o índice P/L encontra-se elevado na mesma ordem. Comparativamente ao preço justo observa-se que as ações continuam com preço de mercado elevado, entretanto a cotação do Itaú que estava proporcionalmente maior em relação ao preço justo, ficou proporcionalmente menor em 2007, seguido pelo Banco do Brasil.

5 CONCLUSÃO

O principal objetivo deste estudo foi identificar as variáveis que possibilitaram o elevado desempenho das ações dos bancos de varejo face ao Índice BOVESPA no período de 2001 a 2007. Para isso, no primeiro capítulo estudou-se os principais fatos históricos e estratégias dos bancos de varejo para no segundo capítulo rever as duas ferramentas mais utilizadas na análise de desempenho de ações, que são a análise técnica e a análise fundamentalista. Por fim, no terceiro capítulo, aplicaram-se os conceitos da teoria fundamentalista por ser o mais apropriado para determinar as causas das variações das cotações das ações.

Observou-se que estes bancos seguiram uma estratégia semelhante, visando assegurar a sua participação mercadológica através de aquisições, parcerias e atuações em novos nichos de mercado, ampliando sua rede de atendimento, além de investimentos maciços em processamento e em novas tecnologias e novos produtos, obtendo ganhos de produtividade com custos cada vez menores e lucros maiores, bem como através de métodos diferenciados de atendimento de sua clientela conforme suas necessidades, segmentando-a em públicos diferenciados de negócios, que resultou em incremento no volume de negócios, que foram traduzidos sob a forma de lucros crescentes que tornaram suas ações atrativas para os investidores.

Aliado a isto, observa-se que a redução da taxa de inflação e da taxa de juros a partir de 2005, provocou o deslocamento de um volume maior de recursos da renda fixa sendo aplicados em renda variável, afetando o desempenho do mercado de ações como um todo, conforme observa-se na variação positiva do desempenho do Índice IBOVESPA e conseqüentemente, a procura por ações rentáveis e seguras provocou também uma acentuada valorização nas cotações das ações desses bancos, tornando-as supervalorizadas, além dos valores compatíveis com os indicadores obtidos pela análise fundamentalista. Entretanto essa valorização foi sólida e consistente, pois foram semelhantes para as três empresas, considerando tratarem-se de empresas sólidas e bem administradas, líderes de mercado com políticas estratégicas de crescimento, beneficiadas pelo crescimento das atividades produtivas e pela demanda por crédito, que propiciou um volume maior de negócios e de rentabilidade, além do fato de estarem inseridas

em uma estrutura de oligopólio, num mercado muito regulado pelo Sistema Financeiro Nacional, que dá uma certa blindagem contra as variações externas. Também se tratam de empresas dedicadas à prestações de serviços num setor pouco afetado pelas oscilações externas e em crescimento contínuo, onde só elas representavam 36,38% dos ativos do Sistema Financeiro Nacional da época.

Uma das principais conclusões é a de que houve uma conjunção desses fatores macro e micro econômicos, que tiveram reflexos positivos na cotação das ações dos bancos em análise, que propiciaram o elevado desempenho de suas cotações como também em função dos resultados obtidos pelas empresas.

Também se constatou que a aplicação da análise fundamentalista é válida para analisar as causas (o por que ?) do desempenho da cotação de ações em bolsa, no longo prazo, ao se efetuar uma avaliação da qualidade de administração de uma empresa, de suas estratégias de atuação, dos reflexos de fatores econômicos externos e internos sobre o setor de atuação da empresa e principalmente sobre a própria empresa, além das suas perspectivas futuras e sobretudo para fornecer indicadores para projetar a sua potencialidade de gerar lucros futuros.

Podemos dizer também que após este estudo e a observação da preocupação na observância desses parâmetros por essas empresas e sua política de relacionamento com os investidores, que contribui para que suas ações sejam consideradas de primeira linha, conseqüentemente, também são recomendadas como opção de investimento em ações.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2003.

BANCO BRADESCO S.A. Disponível em: < www.bradesco.com.br > Acesso em 04.03.2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em : < www.bcb.gov.br > Acesso em 03.05.2010.

BANCO DO BRASIL S. A. Disponível em: < www.bb.com.br > Acesso em 15.03.2010.

BANCO ITAÚ S.A. Disponível em: <www.itaú.com.br> Acesso em 04.03.2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em : < www.bovespa.com.br > Acesso em 23.03.2010.

CAMPOS, R C. Técnicas correntes de análise e avaliação de títulos e seleção de carteiras. In: DE CASTRO, H O P. (Org.) **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC –Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1979, p. 163-177.

CAVALCANTE FILHO, F S., MISUMI, J Y. **Mercado de Capitais, o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda., 2005.

FIUZA, D.L. **Como analisar o mercado de capitais através da escola técnica**. Monografia de Especialização em Contabilidade e Finanças – UFPR - Universidade Federal do Paraná. Curso de Pós-Graduação do Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2006.

FOGAÇA, A. **Análise Fundamentalista**. Disponível em <www.guiainvest.com.br>. Acesso em 08.04.2010.

IBGE. Disponível em < ibge.gov.br > . Acessos em 22.03.2010.

LEMOS, A. V. **Análise Fundamentalista de Ações**. Disponível em <www.banrisul.com.br>. Acesso em 08.04.2010

MELLAGI FILHO, A; ISWHIKAWA, S. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Editora Atlas S. A., 2003.

NORONHA, M. **Curso básico de análise gráfica**. Disponível em < www.invest.fok.com.br >. Acesso em 21.06.2010.

PEREIRA, R. **O básico de análise técnica e gráficos de ações**. Disponível em < www.dinheirama.com.br >. Acesso em 21.06.2010.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais, fundamentos e técnicas**. São Paulo: Editora Atlas S. A., 2001.

SACHETIM, H.M. **Análise técnica: Estudo da confiabilidade dos principais indicadores de análise técnica, aplicados às ações mais negociadas na Bovespa no período de 1995 a 2005.** Dissertação de Mestrado em Administração – UFPR - Universidade Federal do Paraná. Curso de Mestrado em Administração do Departamento de Administração, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2006.

SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A,. **Mercado de capitais e estratégias de investimento.** São Paulo: Editora Atlas S. A., 1996.

TREUHERZ, R M. **Como investir em ações no Brasil: estratégia de mercado e tática operacional.** São Paulo: Editora Edgard Blücher Ltda, 1972.