



TÍTULO:

OS DETERMINANTES DOS PREÇOS DAS
AÇÕES DOS BANCOS MÉDIOS BRASILEIROS
DE CAPITAL ABERTO

180513002

Tema: Bancos Médios

Área de conhecimento: Mercado Bancário

Orientadora: Profa. Dra. Maryse Farhi

Farhi, Maryse

Campinas, 25 de junho de 2008.

Índice

Introdução.....	pág. 3
Capítulo 1 – Panorama do Setor.....	pág. 17
Capítulo 2 – Descrição dos Bancos.....	pág. 33
Capítulo 3 - Hipóteses dos determinantes dos preços das ações dos bancos médios	pág. 45
Conclusão.....	pág. 58
Referências Bibliográficas.....	pág. 62

Introdução

Antes de abordarmos o objeto desta monografia, os bancos médios e os determinantes dos preços de suas ações, é importante que façamos uma discussão preliminar sobre o contexto macroeconômico e o mercado de capitais durante o período que servirá como base de análise do presente estudo, a saber, o ano de 2007. Esta contextualização é importante, pois tomaremos como ponto de partida o fato de que a ascensão deste novo setor na bolsa se deveu a condições extremamente positivas tanto do lado das variáveis das quais o desempenho operacional destes bancos depende, destacadamente a evolução benigna do crédito com recursos livres, quanto às próprias condições de acesso ao mercado de capitais brasileiro.

Condições macroeconômicas

Tratando primeiramente das condições macroeconômicas observadas ao longo do ano de 2007, podemos dizer, de maneira geral, que foi um período de evolução estável e saudável dos indicadores-chave. O ciclo de relaxamento da política monetária persistiu, com corte de 2 pontos percentuais da taxa SELIC no decorrer do ano, dando continuidade ao corte de 4,75 p.p. do ano anterior.

Do lado do câmbio e do fluxo de capitais, prosseguiu a entrada maciça de divisas no país, mesmo durante o segundo semestre, quando a crise norte-americana já se manifestava. Apesar da política de constituição de reservas internacionais por parte do Banco Central através da compra esterilizada de dólares no mercado de câmbio à vista, expediente que se tornou recorrente ao longo do ano, o Real registrou valorização de 17% frente ao dólar no período. As importações aceleraram sua expansão para 32% em 2007, comparado a 24% em 2006; as exportações, por sua vez, mantiveram o ritmo de expansão nos últimos dois anos na casa dos 16%. Ainda assim, o saldo comercial foi superavitário em R\$ 40,0 bilhões em 2007.

O PIB cresceu 5,4%, com o consumo das famílias obtendo crescimento de 6,5%. Com esta aceleração no crescimento (o PIB em 2006 cresceu 3,8%), somada à elevação dos preços das *commodities* no cenário externo, seria factível se esperar alguma pressão inflacionária. O IPCA efetivo para o ano, porém, foi de 4,46%, e o centro da meta era 4,5%.

A pujança da absorção doméstica e demais fundamentos da economia, que permaneceram inabalados mesmo diante da crise do mercado de hipotecas secundárias norte-americano, fez com que o Brasil se tornasse um dos expoentes da tese do *decoupling*, ou descolamento das economias emergentes em relação ao ritmo de expansão da economia norte-americana. A idéia subjacente é de que, contrariamente à experiência dos últimos 15 anos, uma desaceleração no ritmo da demanda doméstica norte-americana não tem sido seguida desta vez por uma performance similar por parte das outras principais economias, notadamente a China (há exceções, e o Japão é uma delas, por exemplo). SCHWARSTMAN (2008)¹ faz o seguinte esclarecimento acerca deste ponto: “Encontramos evidências entre as três maiores economias, excetuando-se os EUA, que duas delas foram capazes de manter os motores funcionando – se não a toda velocidade, pelo menos a um ritmo decente. Observando essas três economias, a performance conjunta da demanda doméstica na China, Japão e na Zona do Euro ainda não foi afetada pelo desempenho medíocre observado nos EUA”². E completa: “As importações da China e da Zona do Euro aumentaram o ritmo, sinalizando uma aceleração consistente das taxas de crescimento da demanda doméstica. Na direção oposta, as importações japonesas têm sido superadas por importações do mundo ex-Japão. Ainda assim, observando as três economias conjuntamente, a performance parece inequivocamente positiva”³.

¹ Local Markets – LatAm View – Wednesday 20 February 2008 – ABN AMRO Research.

² Idem. Traduzido do original: “We find evidence among the three largest non-US economies that two have been able to keep their engines working – If not at full speed, then at a quite decent pace at least. Bundling them together, we come up with the following chart, suggesting that the joint performance of domestic demand in China, Japan, and the Euro Zone has not been affected yet by the dismal performance observed in the US”.

³ Idem. Traduzido do original: “Imports of China and the Euro Zone have picked their pace, signaling a consistent acceleration of the domestic demand growth rates. In the opposite direction, Japan imports have been outpaced by non-Japan imports. Yet, putting them together, the performance appears unequivocally positive.”

A manifestação deste *decoupling* através de uma demanda doméstica aquecida em grande parte da economia mundial ajudou na elevação dos preços das *commodities* durante o ano. Vale acrescentar, outro fator que também contribuiu para tal elevação foi a busca por ativos reais por parte dos investidores em um cenário de desvalorização da moeda norte-americana.

Conjuga-se a este ambiente macroeconômico saudável um ótimo cenário de expansão do crédito ao longo dos últimos anos, ponto em que desejamos focar nossa atenção. Reforçando o que foi dito anteriormente, associaremos as boas condições de oferta e demanda de crédito, que nada mais são que frutos do ambiente macroeconômico saudável, à janela de oportunidade que se abriu para a ascensão dos bancos médios.

Traçaremos um breve retrospecto do ciclo que se iniciou no Brasil em meados de 2003 e, depois, passaremos a uma análise mais detida sobre o ano de 2007, período em que essa monografia se centrará. A tabela 1 e o gráfico 1 abaixo mostram que o motor propulsor do ciclo é a modalidade de crédito com recursos livres, mais destacadamente, o crédito à pessoa física.

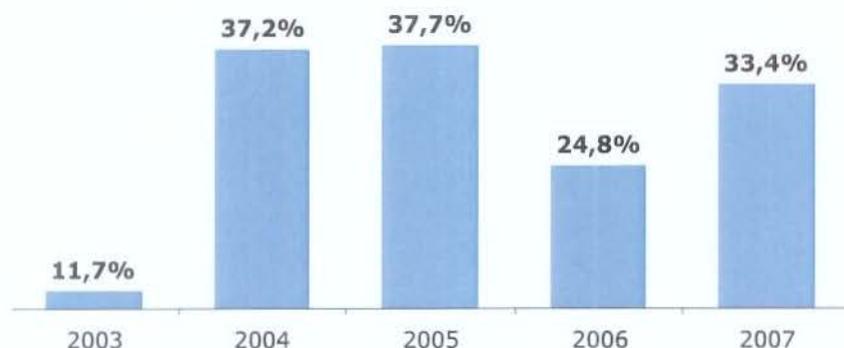
Tabela 1 – Operações de crédito do sistema financeiro

	2007 - 2004		2007		2006		2005		2004	
	% Crescimento	R\$ bilhões	% PIB							
Total	64,6	945	34,7	773	30,7	660	28,1	574	24,6	
Crédito Livre	82,5	668	24,5	526	20,9	439	18,7	366	15,6	
Pessoa Física	101,9	321	11,8	251	10,0	208	8,8	159	6,8	
Pessoa Jurídica	68,9	348	12,8	275	10,9	232	9,9	206	8,8	
Crédito Direcionado	33,2	277	10,2	247	9,8	221	9,4	208	8,9	
BNDES	27,6	162	5,9	147	5,8	135	5,8	127	5,4	
Habitacional	57,1	44	1,6	36	1,4	30	1,3	28	1,2	
Rural	36,2	64	2,4	57	2,3	49	2,1	47	2,0	

Fonte: Banco Central, Elaboração própria.

Gráfico 1 – Crescimento do crédito livre para pessoa física

Varição de dezembro ante dezembro do ano anterior



Fonte: Banco Central, Elaboração própria.

De fato, CINTRA (2006)⁴ afirma: “Foram os empréstimos às pessoas físicas que lideraram a expansão creditícia do setor financeiro ao setor privado”, e completa: “...o início da expansão do crédito pessoal ocorreu antes dos primeiros sinais de recuperação do poder de compra dos consumidores. Durante o ano de 2003, o produto ficou praticamente estagnado e a renda média do trabalho caiu.”

Este ciclo que se iniciou, nas palavras de Cintra, já em 2003 e teve como carro-chefe o crédito à pessoa física, ainda não dá sinais de arrefecimento. De fato, como se observa através do gráfico 2 abaixo, a proporção do estoque de crédito em relação ao PIB no Brasil é pequena vis-à-vis a maior parte das economias comparáveis, o que significa que o crédito ainda tem muito espaço para expandir.

⁴ CINTRA, M. A. M (2006) – “A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005” – *Política Econômica em Foco*, n° 7 – nov. 2005 / abr. 2006, Seção X.

Gráfico 2 – Crédito como % do PIB em outros países – ano de referência: 2006



Fonte: Banco Mundial, Elaboração própria.

No período 2004-2007 as modalidades que mais se destacaram em termos de crescimento de volume foram as que oferecem maiores garantias às instituições financeiras e, portanto, menores juros frente às demais modalidades. São elas:

- Crédito pessoal – fortemente impulsionado pelo crédito consignado, que se inicia em 2004, e sobre o qual falaremos mais adiante;
- Crédito para aquisição de veículos;
- Leasing – Puxado pela crescente importância do crédito para veículos e pela recente medida que isentou esta modalidade de crédito da cobrança de IOF;
- Crédito imobiliário – *funding* barato: conta com a vantagem de 65% dos recursos de poupança ter que ser direcionado para o financiamento habitacional; forte expansão a partir de 2006, em função principalmente de mudanças legais que facilitaram a retomada dos imóveis em caso de inadimplência.

As modalidades colocadas acima explicam a rápida expansão do crédito a partir da ótica da oferta. A importância do lado da oferta de crédito se reafirma quando voltamos ao que foi colocado acima por Cintra: “o início da expansão do crédito pessoal

ocorreu antes dos primeiros sinais de recuperação do poder de compra dos consumidores”, o que dá a entender que

Deve-se sublinhar, portanto, que o ciclo de que estamos tratando apresenta como característica fundamental a sincronia entre oferta e demanda de crédito. Em outras palavras, isto significa que de nada adiantaria existir oferta abundante no sistema sem a contrapartida de uma demanda correspondente por parte dos agentes econômicos; da mesma maneira, o ciclo não se reproduziria caso existisse um contingente grande de assalariados demandantes de crédito e os bancos, dada suas funções de preferência pela liquidez, não estivessem dispostos a atendê-lo.

Por esta razão, devemos apresentar também os fatores que explicam o rápido e sustentado aumento da demanda de crédito a partir de 2003. Expurgamos os fatores de natureza externa, que residem, sobretudo, no ciclo de elevação das commodities e beneficiam a dinâmica de crescimento das economias emergentes no geral, e nos limitaremos aos fatores tão somente de âmbito interno:

- Expectativas de aumento de renda e emprego: a evolução benigna da confiança do consumidor, retratada no gráfico 3 abaixo reflete a maior previsibilidade da economia, fruto da redução da vulnerabilidade interna e externa neste ciclo. Confiança elevada incentiva as famílias a comprometerem uma maior parcela de suas rendas com crédito.

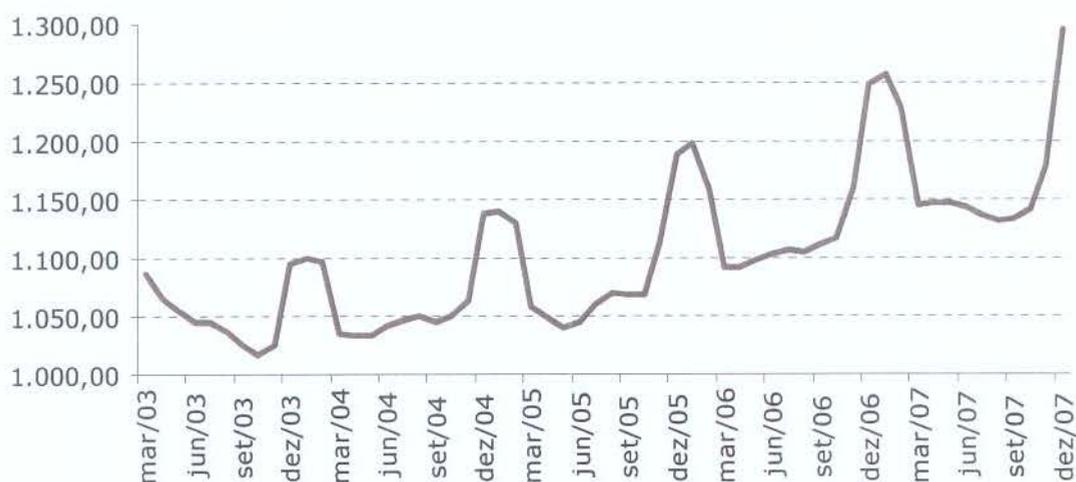
Gráfico 3 – Índices de confiança do consumidor – base fixa (Out 97 = 100)



Fonte: CNI, Elaboração própria.

- Crescimento da massa salarial: o aumento do rendimento real médio e a queda do desemprego foram importantes vetores para o aumento da capacidade de endividamento das famílias (gráficos 4 e 5):

Gráfico 4 – Média móvel trimestral do rendimento médio real do trabalho principal- em R\$



Fonte: IBGE, Elaboração própria.

Gráfico 5 – Taxa de Desemprego - PME



Fonte: IBGE, Elaboração própria.

- Redução das taxas de juros e alargamento dos prazos dos empréstimos (gráfico 6):
 - Redução da taxa de juros cobradas dos empréstimos: a taxa média apresentou retração significativa, dos 60,5% a.a. no início do ciclo para 43,9% a.a. em dezembro de 2007, o que reflete, de um lado, a maior confiança dos agentes no ambiente macroeconômico, queda da inadimplência e aumento das garantias às instituições financeiras propiciado por uma série de reformas microeconômicas. Vale ressaltar, porém, que a taxa média ainda continua elevada quando comparada a das demais economias comparáveis.
 - Aumento do prazo dos empréstimos: os prazos médios aumentaram em aproximadamente 5 meses desde o início do atual ciclo.

Gráfico 6 – Taxa e prazo do crédito para pessoa física – em %, meses



Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Fonte: *Macro Brasil – “Projetamos menor expansão do crédito e maior inadimplência em 2008”*, Emerging Markets Research Brasil, 17 de Abril de 2008, Credit Suisse Brasil.

Uma vez colocados os fatores que propiciaram condições favoráveis de oferta e demanda de crédito a partir de 2003, o que se nota é que o eixo sobre o qual se apóiam ambas as forças é o cenário macroeconômico favorável que esboçamos acima.

Do lado da oferta, ao se propiciar um cenário de estabilização econômica, redução das vulnerabilidades interna e externa, maior confiança nos marcos regulatórios, reformas microeconômicas eficazes, entre outras medidas, criam-se condições extremamente favoráveis para o estímulo à expansão da carteira de crédito por parte das instituições financeiras. Cintra (op.cit.) retrata bem a substituição da principal fonte geradora de receitas para os bancos, o *floating* inflacionário, pelas receitas com crédito: “o fim da inflação alta e crônica e a redução das receitas proveniente do *floating* de recursos promoveram uma alteração profunda no ambiente macroeconômico, modificando as perspectivas de rentabilidade e as estratégias de concorrência dessas instituições. Por um lado, as instituições bancárias perderam acesso aos ganhos inflacionários. Por outro lado, passaram a promover políticas ativas de expansão dos empréstimos, sobretudo de curto prazo, beneficiando-se do aumento da demanda real por crédito.”

Sob a ótica da demanda, é evidente que por detrás dos fatores apontados anteriormente, como a expansão da massa salarial, melhoria das expectativas dos agentes, redução das taxas e alargamento dos prazos, etc, está a evolução benigna do cenário macroeconômico, ajudado, é verdade, pelo ambiente externo extremamente oportuno às economias emergentes.

Portanto, é a partir do encontro das duas curvas de oferta e demanda de crédito, condicionado ao ambiente macroeconômico favorável, que se inicia o ciclo em 2003.

Direcionando o foco para o ano de 2007 particularmente, período de análise ao qual esta monografia se deterá, observamos ótimos números para o mercado de crédito. Saldos em alta expressiva, spreads em trajetória de queda, inadimplência bem comportada. Com relação aos saldos de crédito para pessoa física, observou-se um crescimento de 27,8% (dados deflacionados). Este número é superior aos 21,0% verificado em 2006 e levemente inferior aos 30,3% de 2005, ano em que os empréstimos com consignação em folha de pagamento tiveram sua expansão mais forte.

Tal expansão do crédito foi favorecida por um ciclo de relaxamento da taxa SELIC em 2 pontos-base ao longo do ano. Fazendo referência a estudos da MCM Consultores Associados⁵ e do Credit Suisse Brasil⁶, podemos assumir, no plano teórico,

⁵ MCM Consultores Associados – *Carta Semanal – Economia – 15*; Semana até 08 de Abril de 2008.

coeficientes de elasticidade da taxa SELIC em relação à expansão do crédito bem próximos nos dois estudos.

O relatório da MCM Consultores Associados constata: “A consolidação do novo arcabouço macroeconômico implantado a partir de 1999 e as inovações no mercado financeiro provocaram sensível aumento da eficácia do crédito como canal de transmissão da política monetária. Estimamos, por intermédio de modelo estatístico, que a elasticidade do crédito em relação à SELIC, expressa em taxa anualizada, subiu de -2,28 no período anterior a 2001, para -3,12, atualmente.”

Já o estudo do Credit Suisse Brasil conclui: “Nossas estimativas sugerem que o aumento de 1,0 p.p. na taxa SELIC reduz a taxa anual de crescimento do crédito com recursos livres para pessoa física em 3,6 p.p.”

É importante ressaltar também que, além de um forte crescimento quantitativo, a expansão dos saldos dos empréstimos à pessoa física ao longo deste ciclo de crédito foi obtida sem se abrir mão da qualidade de tais empréstimos e da capacidade de absorção dos mesmos por parte das famílias. Esta foi a conclusão retirada do “Relatório Especial” de 19 de março de 2008 da Tendências Consultoria Integrada⁷ e do estudo supracitado do Credit Suisse Brasil. O estudo da Tendências Consultoria teve o intuito de avaliar a expansão do crédito vis-à-vis a capacidade de endividamento das famílias, procurando detectar qual a parcela dessa expansão gera ônus às mesmas. Para tanto, foi construído um indicador próprio: “A idéia do Indicador Tendências de Endividamento Oneroso (ITEO) é avaliar, a cada ponto no tempo, se a expansão do crédito nos 12 meses anteriores foi superior ao aumento da capacidade de endividamento. Dessa forma, é possível estimar se o ônus imposto pelo endividamento adicional em cada mês é superior ou inferior ao do mesmo mês do ano anterior. Ou seja, o indicador avalia se a expansão do crédito nos últimos 12 meses teria sido superior ao que a evolução do ambiente permitiria.”⁸

⁶ Credit Suisse Brasil - *Macro Brasil – “Projetamos menor expansão do crédito e maior inadimplência em 2008”*, Emerging Markets Research Brasil, 17 de Abril de 2008.

⁷ Tendências Consultoria Integrada – *Relatório Especial, 19 de Março de 2008.*

⁸ Idem.

Após avaliar de forma separada o “efeito condições” – prazo e juros – e o “efeito massa” – a evolução da massa salarial -, sendo estes os determinantes do aumento da capacidade de endividamento das famílias, é possível juntar os dois efeitos e analisá-los conjuntamente.

Ao relacionarmos o ITEO com a inadimplência, verificamos que o indicador construído de fato possui sentido. “A relação direta entre endividamento oneroso e inadimplência é intuitiva. Ou seja, é de se esperar que, caso o crédito esteja crescendo em velocidade compatível com o aumento da capacidade de endividamento, o ônus adicional imposto por um estoque maior de dívida sobre o comprometimento da renda (definido como percentual da renda mensal destinado ao pagamento das prestações de crédito) deve ser pouco significativo. Conseqüentemente, os níveis de inadimplência deveriam manter-se aproximadamente constantes, considerando-se fixas as demais condições macroeconômicas.”⁹

De fato, foi possível observar a existência de uma relação entre o ITEO e a inadimplência nas operações de crédito à pessoa física. Basicamente, pôde-se concluir que o ITEO logrou antecipar, no período analisado, o pico de crescimento da inadimplência observado no primeiro semestre de 2006, já que o indicador atingia seu topo ao longo do primeiro semestre de 2005. No sentido contrário, mas mantendo o mesmo *gap* temporal, observou-se uma retração significativa do ITEO ao longo da segunda metade de 2005, que se fez sentir em um arrefecimento no ritmo de crescimento da inadimplência no segundo semestre de 2006 e, no início de 2007, crescimento negativo. Poderíamos concluir então que a transmissão do ônus gerado pelo endividamento das famílias, refletido pelo ITEO, para a inadimplência, tem uma defasagem temporal de aproximadamente 6 meses.

“Nossos exercícios indicaram que as melhores condições das operações (prazos e taxas), assim como o aumento da ocupação e do rendimento do brasileiro, poderiam ter absorvido a maior parte do crescimento do crédito verificado em 2007. Ou seja, a expansão do crédito verificada no ano passado não se refletiu em forte aumento do endividamento (ou do peso do endividamento), pois foi acompanhada de uma redução

⁹ Idem.

de custo e de aumento da renda disponível das famílias. Não por acaso, observou-se queda nas taxas de atraso no mesmo período. Contrapondo-se, inclusive, a 2004 e 2005, período seguido por aumento da inadimplência e quando, segundo nosso indicador, a velocidade de expansão do crédito foi superior à da capacidade de endividamento.”¹⁰

Estudo nessa mesma linha foi desenvolvido pelo Credit Suisse Brasil¹¹. A conclusão é muito semelhante ao do Boletim Tendências, ratificando uma queda na taxa de crescimento na despesa financeira das famílias ao longo de 2007:

“No nosso entender, a sustentabilidade do atual ciclo de expansão do crédito às pessoas físicas é função, em grande parte, da capacidade de pagamentos das obrigações relacionadas ao crédito pelas pessoas físicas, a qual pode ser avaliada pelo crescimento da despesa com o pagamento de juros e principal, o que chamamos de despesa financeira das famílias. A partir das informações dos prazos médios, das taxas de juros, do volume e das concessões de crédito para pessoa física, excluindo o cheque especial, construímos um índice que busca inferir a variação na despesa financeira total das famílias.”¹²

Em 2007, o forte crescimento dos prazos e a contínua redução das taxas de juros, a despeito da aceleração no ritmo de concessões de crédito, implicaram a redução da taxa de crescimento da despesa financeira das famílias. Não obstante, a taxa de crescimento da despesa financeira permaneceu positiva e acima da taxa de crescimento da massa de rendimentos real” (gráfico 7).

¹⁰ Idem.

¹¹ Credit Suisse Brasil - *Macro Brasil* – “*Projetamos menor expansão do crédito e maior inadimplência em 2008*”, Emerging Markets Research Brasil, 17 de Abril de 2008.

¹² “A exclusão do cheque especial se deve à forma de cálculo das concessões de crédito pelo Banco Central e ao prazo relativamente curto dessas operações (20 dias), que tende a dar tratamento desproporcional ao crédito rotativo, uma vez que considera cada operação de crédito como uma concessão. Assim, enquanto este representa cerca de 2% do estoque de crédito com recursos livres, representa 37% em média das concessões de crédito.”

Gráfico 7 – Crescimento da despesa financeira das famílias



Fonte: *Macro Brasil – “Projetamos menor expansão do crédito e maior inadimplência em 2008”*, Emerging Markets Research Brasil, 17 de Abril de 2008, Credit Suisse Brasil.

Com a argumentação acima, fechamos nossa primeira assunção básica para a seqüência desta monografia, ou seja, a de que o bom desempenho operacional dos bancos médios ao longo de 2007 esteve ligado ao ambiente macroeconômico favorável, que reflete, por sua vez, de um lado a ótima evolução do crédito, principalmente na modalidade de crédito à pessoa física, e de outro a ótima capacidade de absorção desse grande volume de crédito por parte das famílias.

O mercado de capitais

Seguindo no âmbito deste capítulo introdutório, que é o de estabelecer o pano de fundo da discussão que se desenrolará nos capítulos seguintes, o próximo passo é realizarmos uma breve discussão acerca das condições de liquidez do mercado de capitais ao longo de 2007. A intenção é evidenciar que a ascensão deste novo setor à bolsa não se deu unicamente pelas condições macroeconômicas que abordamos acima, mas também porque o mercado financeiro se mostrou uma opção extremamente convidativa para empresas dos mais variados setores da economia, principalmente durante o primeiro semestre. Na realidade, como veremos, tais condições favoráveis que

encontramos no mercado financeiro ao longo de 2007 derivam também do cenário macroeconômico que desenhamos acima – além das condições externas de liquidez – e, portanto, devem ser analisadas conjuntamente.

Basta observarmos a evolução do Ibovespa no gráfico abaixo para logo concluirmos que o ano de 2007 foi extremamente favorável às negociações em bolsa, tanto do lado dos preços quanto do volume negociado.

Gráfico 8 – Evolução do Ibovespa – 2007



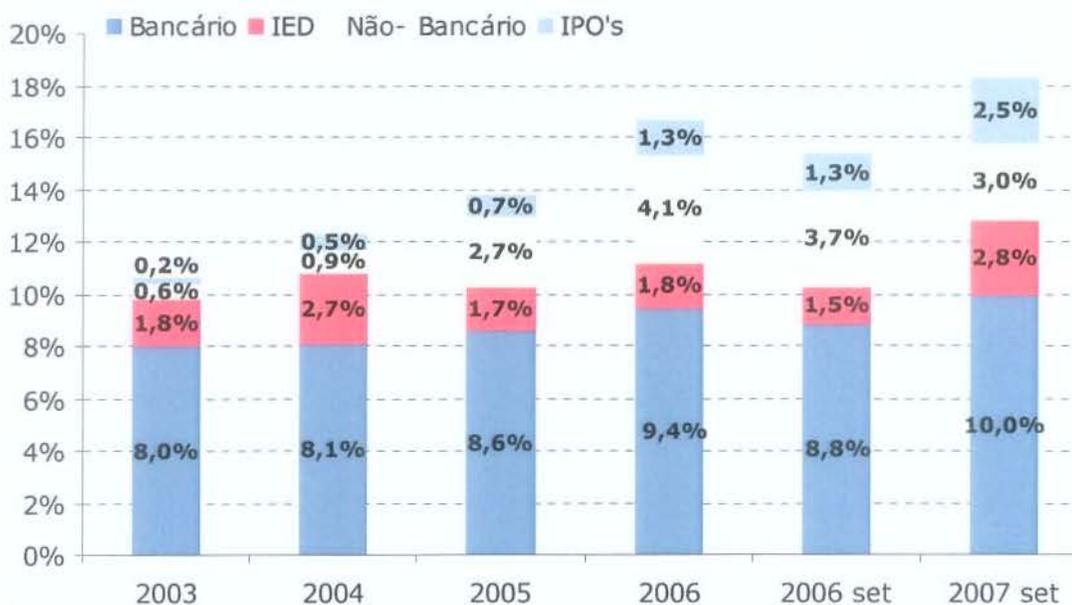
Fonte: Economática Elaboração Própria.

Se levarmos em conta que a crise do mercado imobiliário norte-americano deu os primeiros sinais já em agosto e que tal crise perdurou ao longo de todo o segundo semestre (na realidade, a crise perdura até os dias de hoje e ainda não brilhou uma luz no fim do túnel), podemos inferir que a performance do mercado de ações brasileiro foi ainda melhor. A retração do Ibovespa nos momentos mais agudos da crise foi mais que compensada posteriormente e no final do ano o índice alcançou sua máxima histórica diversas vezes. Esta é uma prova factível de que o mercado de ações precificou o

decoupling que ocorreu nos fundamentos da economia real, como mencionamos acima, e a premiou através da valorização do Ibovespa.

Condições de liquidez extremamente favoráveis no mercado internacional, política econômica sinalizando estabilidade em âmbito interno (acumulação de divisas, câmbio apreciado, inflação sob controle), amplo diferencial entre os juros doméstico e internacional propiciando oportunidades de operações de *carry trade*, e sentimento de *risk appetite* por parte dos investidores estrangeiros nos mercados emergentes foram alguns dos principais indutores dos grandes fluxos de capital estrangeiro que ingressaram na Bovespa ao longo de 2007. O gráfico 9 abaixo mostra a participação crescente dos recursos provenientes de IPO's sobre o *funding* total para investimento privado no Brasil, evidenciando o crescente volume desses recursos nos últimos anos.

Gráfico 9 – Funding para Investimento Privado – (% do PIB)



Fonte: ANBID, CVM. Elaboração Própria.

Este fluxo acentuado garantiu a demanda necessária para viabilizar a colocação de uma grande oferta de papéis resultante da onda de *IPOs* (*Initial Public Offerings*) na Bovespa em 2007. Essa janela de oportunidade foi aproveitada por empresas de diversos setores, muitos deles estreados na bolsa, como *healthcare*, construtoras e

incorporadoras, educação, *shopping centers* e, claro, os bancos médios, objeto de estudo desta monografia.

Deve-se sublinhar que a capitalização via abertura de capital é uma alternativa particularmente atrativa para os bancos médios em relação aos demais setores da economia, uma vez que a principal desvantagem competitiva desses bancos em relação aos bancos grandes é o elevado custo de captação; os grandes contam com um passivo e uma estrutura de *funding* maior e mais volumosa, o que possibilita ganhos de escala e, portanto, um custo de captação mais reduzido. O IPO significa, nessa medida, uma alternativa de injeção de capital a custos reduzidos para os médios que proporcionará uma alavancagem sem grande contrapartida nas despesas financeiras.

Com isso, concluímos este capítulo introdutório. O intuito foi apresentar uma das idéias centrais, necessária antes de abordarmos a questão central desta monografia: a idéia de que as aberturas de capital de 10 bancos médios no ano de 2007 não foram fruto de mera coincidência, mas foram sim eventos intimamente ligados a duas condições que estiveram presentes de forma concomitante ao longo do ano: condições macroeconômicas extremamente favoráveis e um mercado de ações muito líquido e com forte demanda.

Capítulo 1 - Panorama do setor

O intuito deste capítulo é apresentar uma síntese contendo o panorama geral sobre os nichos de atuação dos bancos médios que serão analisados na monografia. Esta contextualização é importante, pois trata-se de mercados com dinâmicas competitivas peculiares cuja identificação é indispensável para que seja possível a compreensão, em uma etapa posterior, dos fatores que afetam o preço das ações dos bancos médios.

Sabidamente, os bancos médios oferecem principalmente três tipos de produtos: crédito com consignação em folha de pagamento, crédito para pequenas e médias empresas, e crédito para veículos.

Nos limitaremos a analisar os mercados de crédito consignado e crédito para pequenas e médias empresas, deixando de lado o crédito para veículos, uma vez que este é um produto complementar na carteira dos bancos médios e por vezes até inexistente no porta-fólio de muitos deles. Com efeito, trata-se de uma modalidade que enfrenta grande concorrência por parte dos grandes bancos, líderes incontestáveis deste mercado.

Segue uma análise sobre o crédito para pequenas e médias empresas e, depois, o crédito consignado.

Crédito para pequenas e médias empresas

Este segmento, conhecido como *middle market*, engloba empresas cujo faturamento anual encontra-se entre R\$ 30 milhões e R\$ 250 milhões.

O ritmo acelerado da atual expansão do crédito para empresas de pequeno e médio porte se justifica, principalmente, pela demanda aquecida da economia ao longo dos dois últimos anos, concomitantemente ao fato da maioria das empresas ter ingressado em um ciclo de investimento e expansão da capacidade produtiva nesse

período, uma vez que muitas indústrias permaneceram ociosas do ponto de vista do investimento e novos projetos entre 2002 a 2005¹³.

É difícil estimar o tamanho deste mercado, uma vez que não há estatísticas oficiais a seu respeito por parte de nenhuma instituição ou organismo. Como alternativa, fez-se um levantamento da carteira de crédito para pequenas e médias empresas de cada banco do sistema financeiro com o intuito de dimensionar este mercado. A amostra de bancos reunida continha aproximadamente 82% do estoque de crédito de todo o sistema financeiro para o período findo em dezembro de 2007, portanto uma amostra significativa. Considerou-se que as instituições listadas aqui representavam aproximadamente todo o mercado de crédito para pequenas e médias empresas.

Tabela 2: Estoque de crédito concedido em amostra de bancos

	Período de referência	Total (R\$ milhões)	Participação sobre total
Bancos grandes		141.705	88,0%
Bradesco	dez/07	43.980	27,3%
Banco do Brasil	dez/07	24.600	15,3%
Itaú	dez/07	21.769	13,5%
Unibanco	dez/07	12.686	7,9%
Santander	dez/07	12.804	8,0%
ABN AMRO	set/07	12.240	7,6%
CEF	set/07	7.400	4,6%
HSBC	jun/07	6.226	3,9%
Bancos médios		19.273	12,0%
Bic Banco	dez/07	6.984	4,3%
Pine	dez/07	2.435	1,5%
Banrisul	set/07	2.388	1,5%
Daycoval	set/07	2.185	1,4%
Nossa Caixa	set/07	1.949	1,2%
Sofisa	set/07	1.359	0,8%
Indusval	set/07	989	0,6%
ABC Brasil	dez/07	587	0,4%
Cruzeiro do Sul	set/07	298	0,2%
Paraná	dez/07	99	0,1%
Panamericano	set/07	0	0,0%
Total		160.978	100,0%

Fonte: Divulgação de resultados dos respectivos bancos. Elaboração própria.

¹³ Sobre o fato de as empresas terem permanecido ociosas entre 2002 e 2005 e ingressado em um circuito de investimento só a partir de 2006, este é um relato dos *managements* dos próprios bancos médios.

Observa-se que os bancos médios perfazem aproximadamente 12% do total do mercado de crédito para pequenas e médias empresas, sendo os grandes bancos, portanto, os líderes incontestáveis neste nicho de mercado.

O que é importante sublinhar, porém, é que, embora a fatia de mercado dos bancos médios seja pequena nesta modalidade, eles não têm que enfrentar uma concorrência tão direta com os grandes bancos, uma vez que o perfil de clientes dos dois grupos é diferente. Na realidade, o que vem acontecendo nos últimos anos é que os bancos médios têm avançado sobre o terreno dos bancos grandes em virtude, dentre outros fatores, de suas vantagens competitivas. Assim, tem se observado um crescimento do mercado bancário em geral, mas um crescimento mais acelerado por parte dos bancos médios.

Com efeito, é natural que a taxa de crescimento da carteira de crédito de pequenas e médias empresas dos bancos médios seja superior a dos grandes somente pelo fato de que nos primeiros a comparação parte de uma base menor, já que se tratam de carteiras recém-iniciadas, nos estágios iniciais de maturação, enquanto os bancos grandes possuem carteiras já consolidadas. Outro fator que conta a favor dos médios é o fato destes terem se capitalizado recentemente e, por isso, exibirem índices de Basileia bem superiores aos dos grandes. Considerando que o Banco Central brasileiro permite um índice de Basileia de no mínimo 11%, podemos concluir, observando a tabela abaixo, que os bancos médios possuem uma capacidade de alavancagem muito superior, o que têm lhes permitido crescer a um ritmo mais acelerado.

Tabela 3: Índice de Basileia, fim do primeiro trimestre de 2008

<u>Índice de Basileia</u>	
Banco ABC	20,7%
Banrisul	24,2%
Bic Banco	19,2%
Cruzeiro do Sul	27,6%
Daycoval	33,1%
Indusval	30,0%
Panamericano	24,6%
Paraná	61,7%
Pine	18,3%
Sofisa	20,5%

Fonte: Divulgação de resultados dos respectivos bancos. Elaboração própria.

Além destes dois fatores – uma base de comparação menor e uma maior capacidade de alavancagem – existem também vantagens de natureza operacional que têm permitido aos bancos médios ao longo dos últimos anos tanto a captura de clientes antes pertencentes à base dos grandes, com a criação de uma clientela seleta exclusiva dos médios. São algumas de suas vantagens:

1. Flexibilidade: por contarem com uma estrutura mais enxuta e voltada unicamente para este tipo de operação, os bancos médios podem se adequar mais facilmente à demanda por parte dos clientes.
2. Agilidade na aprovação: ter um "expertise" voltado especificamente para pequenos e médios clientes permite maior eficiência, que se traduz em maior agilidade na aprovação das operações.
3. Menor burocracia: Bancos menores possuem menos níveis hierárquicos e menos regras, o que reduz sobremaneira a burocracia na aprovação do crédito.
4. Produtos complementares: por possuírem uma carteira de pedidos bem menor, os bancos médios conseguem ter uma relação mais próxima com o cliente, o que permite o "cross-selling" (venda cruzada) de outros produtos, aumentando a receita por cliente.
5. Customização: um número menor de clientes permite maior dedicação a cada um deles e a customização de produtos de acordo com suas necessidades.
6. Risco de crédito: a política de risco de crédito dos bancos grandes é mais restrita, o que muitas vezes os proíbe de conceder determinados empréstimos a empresas que possuem um maior risco de *default*.

A conjugação de todas essas vantagens competitivas tem permitido a forte expansão observada nas carteiras de crédito de *middle market* dos bancos médios. Tal expansão tem sido acompanhada pela manutenção dos níveis de *spread* acima dos obtidos pelos bancos grandes – apesar destes possuírem um custo de *funding* bem menor em relação aquele ao qual os bancos médios têm acesso – como será observado no capítulo 3.

Apesar de tais diferenciais dos bancos de nicho, não se pode menosprezar o poder competitivo dos grandes, que se embasa nos seguintes atributos:

1. Custo de captação reduzido: a estrutura de financiamento robusta e diversificada que os grandes bancos possuem permitem menores custos de captação vis-à-vis os médios. Os bancos grandes possuem uma rede de agências, o que significa ter acesso a um grande volume de depósitos à vista e de poupança, mais baratos que os depósitos a prazo, melhores *ratings* e, portanto, acesso a linhas de financiamento a menores custos.
2. Extensa presença geográfica: os bancos grandes têm acesso a mercados muitas vezes inalcançáveis pelos médios, garantindo assim clientes pelos quais os médios nem chegam a competir devido a sua menor capilaridade.
3. Marca forte: despesas de marketing elevadas e a própria força da marca podem ser decisivos para a conquista de clientes avessos ao risco de fechar um negócio com um banco médio que não possui grande renome.
4. Estratégia de parcerias e aquisições: alguns bancos grandes podem firmar parcerias ou mesmo adquirir bancos de menor porte com boas operações no *middle market* com o intuito de fortalecer suas próprias operações. Esta estratégia de crescimento inorgânico está obviamente fora do alcance dos bancos de menor porte. Como exemplos disso no passado recente, podemos citar a aquisição do BMC pelo Bradesco, a *joint venture* do Unibanco com o Cruzeiro do Sul, e o acordo de *right of first refusal* do Itaú com o BMG (o acordo já expirou e o BMG continua independente).
5. Em um cenário de eventual elevação da taxa básica de juros os bancos de menor porte são enormemente mais afetados que os bancos grandes, justamente pelo já referido maior custo de *funding* que aqueles possuem em relação a estes. Esta é outra importante vantagem competitiva em um eventual ciclo de aperto da política monetária.

Por estas razões, dentre outras, vemos que a competição com os bancos grandes não deve ser desprezada, mesmo que o perfil de clientes de um e outro tipo de banco seja relativamente diferente e o crescimento de um não bloqueie a expansão do outro.

Crédito Consignado

Breve histórico

O empréstimo consignado é aquele cuja quitação é realizada diretamente por desconto na folha de salário do tomador.

As operações de crédito consignado para beneficiários e aposentados do INSS foram autorizadas em dezembro de 2003, através da Lei 10.820. As primeiras operações aconteceram em maio do ano seguinte. A criação de um ambiente regulatório para este tipo de empréstimo abriu enorme janela de oportunidade para a exploração de um mercado com grande demanda reprimida. O menor porte e, portanto, maior agilidade, permitiram que os bancos médios rapidamente avançassem sobre este mercado pouquíssimo penetrado até então.

Apesar de expostos a um segmento em franca prosperidade, os bancos médios, quando comparados aos grandes, são naturalmente muito mais vulneráveis em termos de liquidez e estrutura de financiamento. Isso se tornou evidente após a falência do Banco Santos, em 2004. Este episódio, na realidade, se tornou um divisor de águas para os bancos médios, pois com a aversão ao risco que se seguiu à falência, estes tiveram uma redução de 30% de seus depósitos, em média¹⁴. O episódio acabou por selecionar os bancos mais resistentes às volatilidades do mercado, fazendo com que as instituições que sobreviveram se tornassem naturalmente mais fortalecidas. Isso porque, para enfrentar com sucesso a crise, foram obrigadas a buscar fontes alternativas de financiamento, tornando-se assim mais diversificadas, bem como adquirir melhores práticas de governança e transparência ao mercado.

A crise de liquidez ocorreu justamente em um momento em que o negócio de crédito consignado estava ganhando importância – especialmente no porta-fólio dos bancos médios – e quando o ambiente macroeconômico, com perspectivas de menores taxas de juros e inflação estável, estava claramente favorecendo a expansão do endividamento da população. Os bancos que conseguiram atravessar a crise tinham pela

¹⁴ Dado extraído de “Brazilian Banks” 05/06/2007 – *Equity Research - Credit Suisse*.

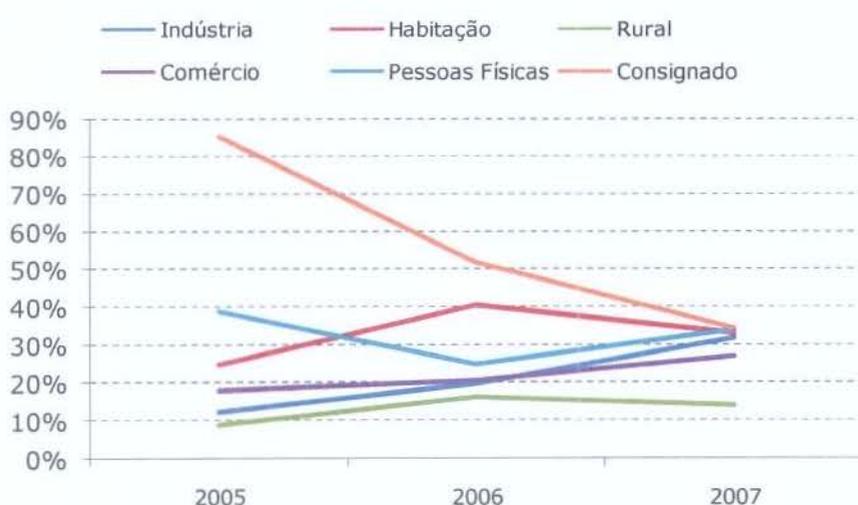
frente um cenário de grande prosperidade, à medida que conjugavam-se todas as condições para a aceleração das originações.

É importante também destacar que a volatilidade nas condições de financiamento dos bancos médios, retratada no episódio da crise do Banco Santos – que, embora em menor escala, tem se repetido algumas vezes posteriormente – contribuiu indiretamente para a consolidação do mercado de securitização de recebíveis. Como será discutido mais adiante, o financiamento através de FIDCs (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios), que fazem a securitização da carteira de recebíveis dos bancos médios, se tornaria um importante elemento para financiar o crescimento a passos largos do porta-fólio desses bancos.

Aspectos gerais sobre o crédito consignado

A comparação das taxas de crescimento anuais do crédito consignado frente às outras modalidades de crédito ao consumo é mostrada a seguir.

Gráfico 10: Comparação das taxas de crescimento anuais por modalidade de crédito:



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Observa-se que até 2006 a taxa de crescimento anual do crédito consignado foi superior a das outras modalidades. Em 2007, porém, já se nota uma convergência.

A estabilidade do emprego público aliada à possibilidade de se deduzir o pagamento diretamente da folha de salários do tomador permitem a cobrança de menores taxas de juros comparativamente às outras modalidades. A tabela abaixo mostra como as taxas do consignado são menores que as do crédito pessoal e se equiparam às do financiamento de veículos, por exemplo:

Tabela 4:

Taxa de juros por segmento de crédito ao consumo (% a.a.)

	2004	2005	2006	2007
Crédito Consignado	39,2%	36,4%	33,3%	28,1%
Crédito Pessoal	77,3%	81,1%	73,3%	45,8%
Financiamento de Veículos	35,6%	34,8%	32,3%	28,8%
Cheque especial	144,0%	147,5%	142,0%	138,1%

Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Outro aspecto importante sobre o crédito consignado – que pode, inclusive, ser considerado um grande condicionante de seu sucesso – é o modelo através do qual se dá a originação do crédito: o modelo de correspondentes bancários.

A capilaridade e a grande penetração que os correspondentes bancários – também conhecidos como “pastinhas” – são capazes de atingir têm sido talvez o maior fator de sucesso dos bancos médios e ao mesmo tempo do próprio crédito consignado. Os “pastinhas”, além de conseguirem um relacionamento próximo com o cliente – algo particularmente importante quando estamos considerando o crédito consignado, uma vez que este tipo de empréstimo depende fortemente do refinanciamento, que pode, por sua vez, ser tão mais alto quanto mais próximo o relacionamento com o cliente e sua fidelização – constituem uma força de venda extremamente eficiente, já que sua remuneração se dá na forma de uma comissão por empréstimo concedido.

Dada a importância desse canal de vendas diferenciado que a maioria dos bancos médios possui – os bancos grandes, por já contarem com a presença física de suas

agências, não se utilizam de correspondentes bancários, o que proporciona redução de custos e também evita a canibalização de outras linhas de crédito com maiores spreads, como o crédito pessoal – trabalharemos com a hipótese de que parte considerável do valor desses bancos, que é precificada em suas ações, se deve à existência deste ativo intangível, isto é, à rede de contatos, ao relacionamento estreito com o cliente.

Uma ressalva importante, porém, deve ser feita a esta altura. Uma medida em particular, a proibição da cobrança da TLA (Taxa de Liquidação Antecipada), anunciada em 16/12/2007, tem sido, na concepção desta monografia, muito prejudicial ao modelo de correspondentes bancários. As razões para tanto serão apresentadas em outro momento, quando a questão sobre o fim da TLA for retomada em um tópico específico. Por ora, deixamos a sugestão de que o canal de vendas através de correspondentes bancários pode estar perdendo força desde o anúncio do fim da TLA e que, se este ativo intangível já foi o grande diferencial e motor propulsor do avanço da maioria dos bancos médios, e se suas ações em algum momento precificaram isto, a queda nos preços das ações da maioria destes bancos desde o anúncio do fim da TLA pode estar ligada à percepção pelo mercado de que aquele ativo de fato tem perdido valor.

Os três segmentos de crédito consignado

O mercado de crédito consignado é dividido em três segmentos, segundo o tipo de tomador do empréstimo: o segmento de empréstimos para funcionários de empresas privadas, empréstimos para funcionários do setor público e empréstimos para aposentados e pensionistas do INSS. O quadro abaixo retrata a evolução dos estoques de crédito de cada um desses segmentos. Na seqüência, abordaremos cada um deles, procurando identificar suas principais características e importância para os bancos médios.

Quadro 1: Estoques de crédito consignado segundo o tipo de tomador (em bilhões de R\$):

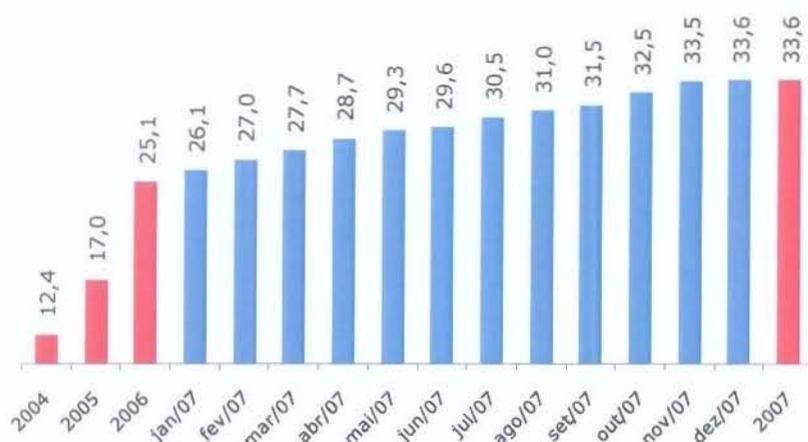
	Tipo de crédito						Consignado Total
	Público	% sobre total	INSS	% sobre total	Privado	% sobre total	
2004	12,400	72,5%	2,200	12,9%	2,500	14,6%	17,100
2005	16,965	53,5%	10,935	34,5%	3,802	12,0%	31,702
2006	25,124	52,2%	17,000	35,3%	6,024	12,5%	48,149
jan/07	26,070	52,6%	17,526	35,4%	5,982	12,1%	49,578
fev/07	26,980	52,7%	17,943	35,0%	6,283	12,3%	51,206
mar/07	27,723	52,5%	18,483	35,0%	6,638	12,6%	52,845
abr/07	28,703	52,7%	18,927	34,7%	6,869	12,6%	54,499
mai/07	29,335	52,3%	19,629	35,0%	7,100	12,7%	56,064
jun/07	29,620	51,9%	20,110	35,3%	7,300	12,8%	57,030
jul/07	30,457	52,0%	20,623	35,2%	7,501	12,8%	58,581
ago/07	31,009	51,7%	21,136	35,3%	7,779	13,0%	59,924
set/07	31,507	51,8%	21,460	35,3%	7,868	12,9%	60,835
out/07	32,494	51,9%	21,904	35,0%	8,229	13,1%	62,627
nov/07	33,471	52,2%	22,261	34,7%	8,363	13,0%	64,096
dez/07	33,570	51,9%	22,609	35,0%	8,506	13,2%	64,686
2007	33,570	51,9%	22,609	35,0%	8,506	13,2%	64,686

Fonte: Banco Central do Brasil e Dataprev. Elaboração própria.

1. Crédito consignado para funcionários públicos

A possibilidade de oferecer empréstimos aos funcionários do setor público através da consignação foi pela primeira vez autorizada em 1990, através da Lei nº 8.112, e atualmente é regulada pelo Decreto nº 4.961 (janeiro de 2004). Para oferecer empréstimos consignados para funcionários do setor público, o banco deve obter uma autorização específica da entidade na qual deseja operar, seja ela municipal, estadual, federal, o poder Judiciário ou o Legislativo, obtendo então o “Código Próprio”. Entretanto, o código só se torna operacional entre 4 a 6 meses, período necessário para o desenvolvimento dos sistemas de interface capazes de processar as transações.

Gráfico 11: Evolução do estoque de crédito consignado público (em bilhões de R\$)



Fonte: Banco Central do Brasil e Dataprev. Elaboração Própria.

Este segmento inclui os governos Federal, Estadual e Municipal, além do Exército, Marinha e Aeronáutica. As folhas de salários possuem cada uma suas especificidades em relação ao limite de comprometimento da renda do tomador e dos prazos em que serão amortizados os empréstimos. Por essa razão, a acessibilidade dos funcionários públicos é muito mais complicada em relação à dos servidores do INSS, já que o esforço para se fechar convênios com cada esfera do governo é maior do que para obter a autorização para operar no âmbito do Dataprev – Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social, órgão do governo responsável pelo processamento dos dados dos servidores do INSS –, o que dá de uma só vez alcance para toda sua extensa gama de beneficiários. Em outras palavras, a principal vantagem do Dataprev são as economias de escala que o sistema pode gerar na medida em que reduz sobremaneira os custos de transação informacionais.

O crédito consignado público fornece ainda acesso aos funcionários do poder Executivo, Legislativo e Judiciário. Os funcionários públicos federais civis possuem uma entidade organizada própria, o SIAPE, que, embora possua um valor médio por empréstimo bem mais elevado em relação às demais categorias, conta com um baixo nível de organização e altos índices de inadimplência. Para ilustrar, segue abaixo a abertura da inadimplência¹⁵ da carteira de crédito consignado do banco BMC,

¹⁵ O conceito de inadimplência aqui se refere ao percentual de créditos atrasados há mais de 60 dias sobre o estoque total daquela determinada carteira de crédito.

especializado em crédito consignado, findo o primeiro trimestre de 2008. É notável como a inadimplência neste segmento é bem maior que a dos demais:

Tabela 5: Inadimplência carteira de crédito Banco BMC

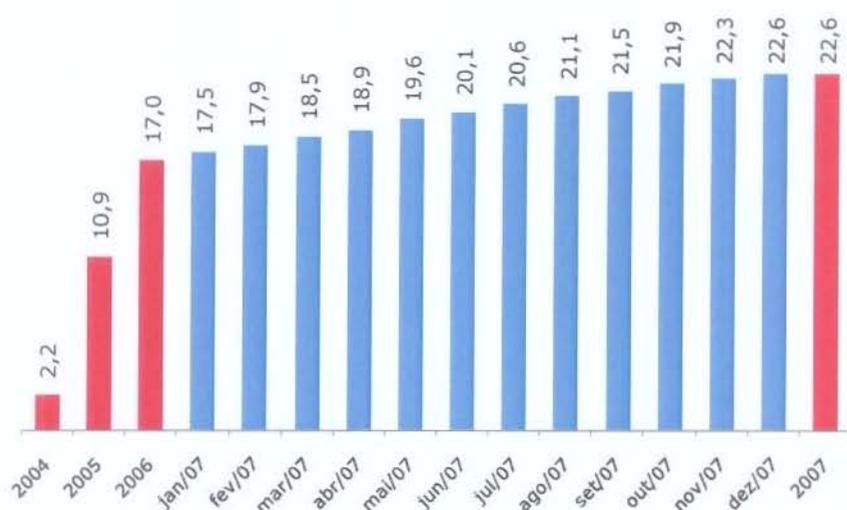
SIAPE	40,90%
INSS	1,08%
Prefeituras	3,63%
Nacionais	2,55%
Demais	0,43%
Governos	3,30%
Total	1,89%

Fonte: Banco BMC. Elaboração própria.

2. Crédito consignado para aposentados e pensionistas do INSS

O Governo Federal autorizou a concessão de empréstimos para aposentados e pensionistas do INSS por parte de instituições financeiras privadas em setembro de 2003, através da Medida Provisória nº 130. Esta modalidade é atualmente regulada pela Lei nº 10.820 (novembro de 2003), que foi posteriormente complementada pela Lei nº 10.953 (setembro de 2004) e por uma série de regras do próprio INSS. Como colocado anteriormente, o processo burocrático é bem mais reduzido quando comparado ao necessário para operar no setor público, o que nos leva a concluir que as barreiras de entrada do ponto de vista legal são menores no consignado INSS.

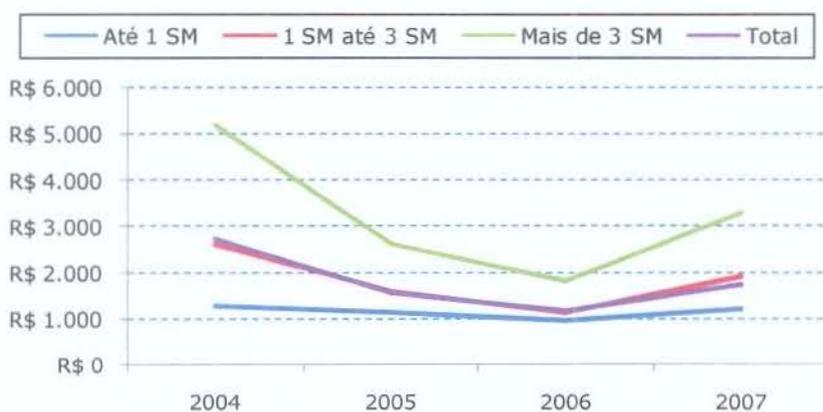
Gráfico 12: Evolução do estoque de crédito consignado INSS (em bilhões de R\$)



Fonte: Banco Central do Brasil e Dataprev. Elaboração própria.

Observando o gráfico abaixo fica evidente como o valor médio do empréstimo consignado de todas as faixas de salários mínimos tem exibido o mesmo comportamento desde 2004:

Gráfico 13: Valor médio do empréstimo consignado faixa de valor do benefício em quantidade de salários mínimos



Fonte: Dataprev. Elaboração própria.

O consignado para servidores do INSS é um segmento em que as intervenções do Banco Central e da Previdência Social têm se dado com frequência desde o início de sua operação, em 2004. Os principais eventos desde então, foram:

Evento	Data
Autorização do INSS para operações de crédito consignado	dez-03
Primeiras operações	mai-04
Medidas adicionais fortalecendo o arcabouço legal	set-04
Contratos de crédito consignado limitados a 36 meses*	mar-05
Autorização de operações com cartão de crédito	abr-05
Proibição de operações de empréstimo por telefone	mai-05
Suspensão das operações com cartão de crédito	nov-05 a jul-06
Proibição de cobrança da TAC (Taxa de Abertura de Crédito)	mai-06
Imposição de limite de taxa de juros de 2,90% a.m.**	jun-06
Imposição de limite de taxa de juros de 2,86% a.m.	jul-06
Imposição de limite de taxa de juros de 2,78% a.m.	out-06
Imposição de limite de taxa de juros de 2,72% a.m.	fev-07
Imposição de limite de taxa de juros de 2,64% a.m.	jul-07
Redução da margem consignável do consignado INSS para 20%	jan-08
Ampliação do limite do contrato de consignado INSS para 60 meses	jan-08
Autorização de empréstimos no cartão de crédito até 10% do valor do benefício	jan-08

*Contratos tinham limite de 60 meses antes da medida.

**Taxa de juros média era 3,14% antes da medida.

Vale notar que este segmento, juntamente com o consignado público, possui dinâmica peculiar. É grande o número de aposentados e pensionistas do INSS e funcionários públicos que constantemente refinanciam seus empréstimos consignados. Esse contingente já considera a renda proveniente do refinanciamento como recorrente em seus orçamentos. Neste contexto, a mudança da margem consignável dos empréstimos no âmbito do INSS para 20% significou um rebaixamento do teto para o refinanciamento da dívida do tomador. Em outras palavras, em algum momento o aposentado ou pensionista do INSS se verá impedido de refinarciar sua dívida, uma vez que terá atingido o teto de 20% do comprometimento de sua renda mensal. Isto levado ao limite significa que poderemos assistir em breve a uma migração para outras linhas de crédito à pessoa física, como o crédito pessoal, por exemplo, já que esta poderia ser a única alternativa para o servidor continuar a rolar seu passivo. Esta migração, na realidade, não seria surpreendente, principalmente em face de dois movimentos que se observaram entre 2004 e 2007, um no estoque e outro no fluxo do crédito: i) no estoque: a troca de dívidas mais caras pelos juros menores do empréstimo consignado; ii) no

fluxo: a canibalização das novas originações das outras linhas de crédito à pessoa física pelo crédito consignado.

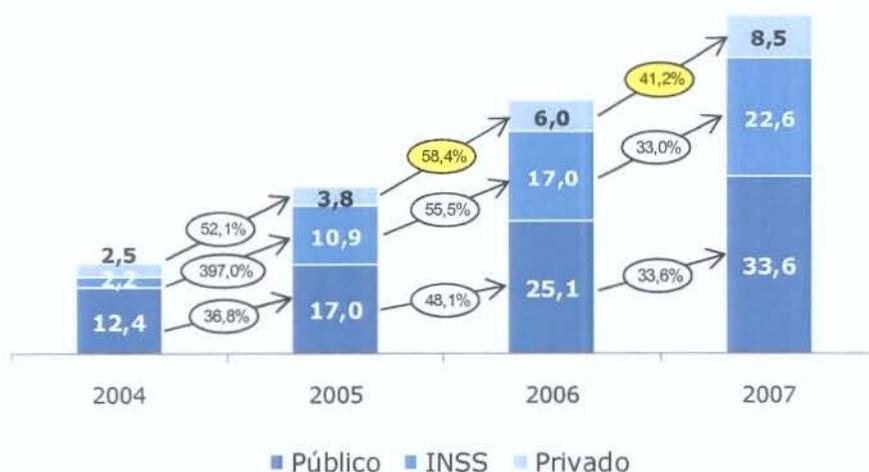
A ameaça de quebra do ciclo de refinanciamento da dívida do servidor aumenta quando consideramos um risco de limitação do prazo máximo para quitação do empréstimo, que hoje é de 60 meses.

Em suma, devemos levar em consideração que o consignado INSS é altamente exposto a riscos regulatórios e, naturalmente, em posse desta informação o mercado penalizará as ações dos bancos quanto mais concentrados no crédito consignado INSS forem seus porta-fólios.

3. Crédito consignado privado

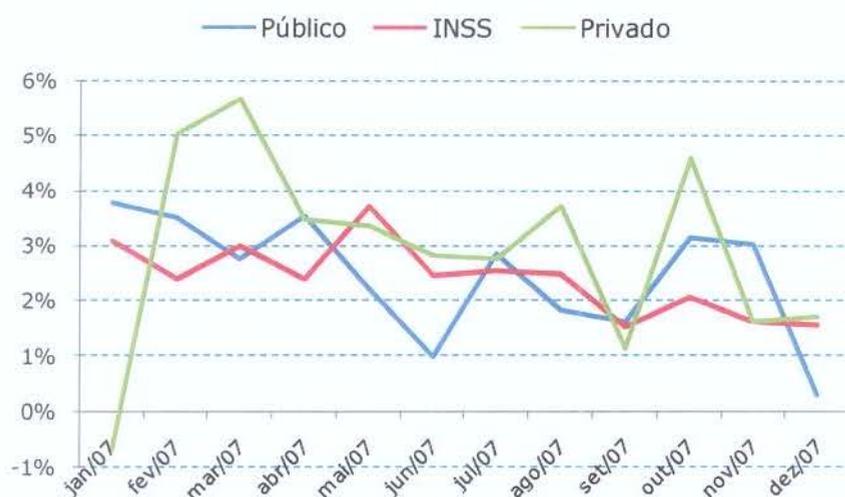
As concessões de crédito consignado para o setor privado estão autorizadas desde 2003. É um mercado ainda pouco penetrado e menos significativo para os bancos em geral, principalmente para os bancos médios. Justamente por apresentar estoques ainda pequenos frente às outras modalidades, é o segmento que vem crescendo mais aceleradamente nos últimos dois anos, como mostram os gráficos a seguir:

Gráfico 14: Evolução anual do crédito consignado por modalidade (2004-2007):



Fonte: Banco Central e Dataprev. Elaboração própria.

Gráfico 15: Evolução mensal do crédito consignado por modalidade (crescimento mês contra mês anterior):



Fonte: Banco Central e Dataprev. Elaboração própria.

Trabalhamos nesta monografia com a hipótese de que o crédito consignado privado é o que apresenta maior potencial de crescimento para os próximos anos – e isto não se deve somente ao fato de possuir os menores volumes. Consideraremos que o consignado privado, apesar de já esbanjar as maiores taxas de crescimento vis-à-vis as outras modalidades, é o que tem enfrentado maiores entraves a um crescimento mais acentuado. Essas barreiras são as seguintes:

- a.) Inadimplência ainda grande no segmento, já que o emprego privado é muito menos estável que o público;
- b.) Ausência de um sistema como o Dataprev para o INSS, que possibilite economias de escala e menores custos de transação para o consignado privado: a cada novo convênio com uma nova empresa, o banco tem de arcar com os custos de se montar um sistema de controle diferente, o que torna a operação custosa e muitas vezes até a inviabiliza;
- c.) Cultura das empresas: os bancos afirmam que ainda há uma rejeição grande do consignado privado por parte dos departamentos de Recursos Humanos das

empresas. Essa rejeição é ainda maior quando se trata de um banco pequeno, que não possui tanto renome comparado a um grande.

Acreditamos, porém, que as barreiras acima podem ser superadas. Por isso creditamos ao consignado privado o maior potencial de crescimento dentre os demais segmentos. Os fatores que nos levam a acreditar nesta possibilidade são os seguintes:

- 1) Grande parte do crescimento do consignado INSS em seus estágios iniciais (2003-2004) foi obtido a partir da troca de dívidas mais caras pelas taxas menores que o consignado oferece. Este movimento ainda não se observou no consignado privado e quando ocorrer pode representar uma grande demanda de crédito.
- 2) Muitos bancos têm projetos para desenvolver sistemas que reduzam os custos de montagem das plataformas operacionais do consignado privado. Pode ser uma questão de tempo até que se chegue a alguma solução nesse campo.
- 3) Bancos grandes devem intensificar os esforços para desenvolver este produto, já que sua margem é a maior entre os três tipos de consignado, por duas razões: i) a utilização de somente um correspondente bancário por empresa propicia menores despesas com comissões; ii) os bancos médios não concorrem neste segmento, principalmente pela razão cultural colocada acima, o que diminui a concorrência e propicia maiores spreads aos bancos grandes.

A superação das barreiras colocadas acima, quando ocorrer, certamente contribuirá para a expansão do consignado privado.

Securitização de recebíveis para FIDCs

Como já foi colocado anteriormente, muitos bancos médios têm recorrido à securitização de recebíveis como alternativa de financiamento. Tendo surgido em 2004 e ganhado volume em 2005, estas operações consistem na cessão de parte da carteira de recebíveis de crédito consignado do banco, que recebe em troca o pagamento à vista. Para o cálculo da quantia que deve ser paga à vista pelo FIDC ao banco, projetam-se os

fluxos de caixa do porta-fólio de recebíveis a ser vendido, trazendo-os a valor presente através da aplicação de uma taxa de desconto.

Em posse do fluxo de recebíveis o FIDC vende cotas que deverão render um benchmark pré-estabelecido. Há basicamente dois tipos de cotas: as cotas subordinadas, que devem corresponder a no mínimo 25% do patrimônio líquido do FIDC, e cotas seniores. As cotas subordinadas são destinadas ao banco que originou e vendeu os créditos ao FIDC, e as cotas seniores são vendidas a investidores quaisquer.

Sob a ótica dos bancos médios, são muitas as vantagens de curto prazo proporcionadas por tal estratégia de financiamento. São listadas abaixo três vantagens básicas. Adiantamos, porém, que o Banco Central aprovou regras que passarão a valer a partir de janeiro de 2009 que reduzirão em grande medida ou até anularão a atratividade da operação de cessão de crédito para FIDCs¹⁶.

1. Contabilização dos ganhos proporcionados pela securitização pode ser feita de uma só vez, a valor presente, no momento da venda: ao antecipar o fluxo de recebíveis de suas carteiras, os bancos acabam por contabilizar lucros irreais, inflados. Se optassem por esperar até o pagamento da última parcela, a rentabilidade seria superior, embora os ganhos fossem diferidos no tempo. Esta é uma estratégia de financiamento que proporciona crescimento acelerado, uma vez que gera *funding* imediato para as originações do próximo período. Grande parcela do rápido crescimento que os bancos médios obtiveram nos últimos anos pode ser atribuída a esta estratégia de financiamento via securitização de recebíveis.
2. Os créditos cedidos com coobrigação¹⁷, bem como as cotas subordinadas detidas pelo banco cedente, possuem ponderação para efeitos de Basileia de somente 50% no “Patrimônio de Referência”¹⁸ do banco. Isto permite que o banco tenha

¹⁶ Voltaremos a esta questão mais a frente em um tópico específico.

¹⁷ Créditos cedidos com coobrigação são aqueles cuja responsabilidade em relação à inadimplência permanece com o banco cedente; os créditos cedidos sem coobrigação não possuem mais relação alguma com o banco cedente após o momento da cessão.

¹⁸ A razão “Patrimônio de Referência / Ativos Ponderados pelo Risco”, ou índice de Basileia, deve ser de no mínimo 8% nos padrões internacionais, e 11% para os bancos no Brasil de acordo com norma do Banco Central.

um índice de alavancagem superior quando pratica a cessão de crédito, já que a necessidade de comprometimento de capital é metade da necessidade para uma operação de crédito ordinária, sem cessão. No caso da cessão de crédito sem coobrigação a ponderação para efeitos de Basileia é zero, uma vez que o crédito cedido perde totalmente o vínculo com a instituição cedente.

3. Vantagens fiscais: os FIDCs são isentos das contribuições de PIS e COFINS, IOF e Imposto de Renda.

Capítulo 2 - Descrição dos bancos

O objetivo deste capítulo é fazer uma breve apresentação sobre cada um dos bancos que estão sendo considerados na monografia. Esta rápida descrição será importante mais adiante, quando as hipóteses para os determinantes dos preços das ações dos bancos médios estiverem sendo abordadas.

Antes da análise descritiva, segue um quadro com os principais detalhes das ofertas públicas iniciais, uma tabela com o balanço patrimonial e outra com as demonstrações de resultado, e gráficos com índices de desempenho de cada um dos bancos.

Tabela 6: Dados dos IPOs

Ação	Data	Volume captado	Participação dos investidores estrangeiros (%)	Preço inicial	Variação ação 1º dia	Variação ação; IPO até 31/03/08	Variação Ibovespa; IPO até 31/03/08	Variação Ação - Variação Ibovespa; IPO até 31/03/2008
ABCB4	23/7/2007	608.850.000	74,4%	13,50	-4,0%	0,0%	5,1%	-5,1%
BRSR6	24/7/2007	2.086.956.516	97,2%	12,00	-6,1%	-19,2%	9,3%	-28,4%
BICB4	10/10/2007	821.526.075	84,9%	11,50	-2,2%	-26,8%	9,3%	-36,1%
CZRS4	25/6/2007	573.516.244	66,5%	15,50	-4,9%	-49,3%	12,8%	-62,2%
DAYC4	26/6/2007	1.092.473.788	69,8%	17,00	-2,1%	-34,4%	13,2%	-47,7%
IDVL4	10/7/2007	252.560.770	90,6%	17,50	-2,2%	-5,1%	9,1%	-14,2%
BPNM4	14/11/2007	700.426.000	74,4%	10,00	-0,6%	-22,2%	-5,7%	-16,5%
PRBC4	12/6/2007	529.200.000	89,0%	14,00	-3,9%	-33,8%	17,7%	-51,5%
PINE4	29/3/2007	517.188.265	90,2%	19,00	-3,9%	-42,8%	34,4%	-77,2%
SFSA4	25/4/2007	504.543.984	75,7%	12,00	-0,8%	-26,5%	22,7%	-49,2%

Fonte: CVM e Econômica. Elaboração Própria.

Tabela 7: Balanços Patrimoniais dos bancos médios

BALANÇO PATRIMONIAL	ABC4	BRSR6	BICB4	CZRS4	DAYC4	IDVL4	BPNM4	PRBC4	PINE4	SFSA4
	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007
Ativo Total	5.665,7	20.480,3	11.009,1	4.535,3	6.556,6	1.897,1	7.102,7	1.724,4	5.699,6	4.035,6
Ativo Circulante	3.992,3	12.354,4	9.022,6	2.317,2	4.980,7	3,8	4.331,5	1.019,4	4.431,1	2.561,8
Disponibilidades	12,0	347,4	139,9	3,2	49,6	260,2	6,4	0,6	16,1	11,3
Aplicações Interfinanceiras de Liquidez	323,1	3.698,1	128,9	59,6	1.994,4	212,9	913,0	319,6	222,1	297,8
Títulos e Valores Mobiliários	859,6	1.005,9	2.125,9	655,7	164,4	180,8	306,3	9,3	2.322,3	404,0
Operações de Crédito Curto Prazo	2.061,5	4.000,1	5.053,6	1.141,6	2.422,6	16,1	2.180,2	637,3	1.583,4	1.467,5
PDD	-27,2	-283,7	-90,7	-15,6	-62,9	0,0	-247,9	-30,7	-41,3	-26,8
Realizável Longo Prazo	1.663,9	7.919,2	1.923,1	2.173,4	1.562,9	0,0	2.747,0	649,7	1.248,0	1.410,1
Permanente	9,5	206,8	63,4	44,8	13,0	3,0	24,2	55,4	20,4	63,8
Investimentos	1,0	8,1	0,5	5,3	0,5	0,0	2,4	51,5	0,7	1,0
Imobilizado	6,9	176,7	32,9	27,8	12,4	10,8	14,3	3,5	14,0	61,0
Passivo e Patrimonio Líquido	5.665,7	20.480,3	11.009,1	4.535,3	6.556,6	2.211,2	7.102,7	1.724,4	5.699,6	4.035,6
Passivo Circulante	3.559,3	14.526,1	7.083,9	2.348,9	3.926,3	1.585,9	4.170,5	652,5	3.792,8	2.689,1
Depósitos Totais	1.215,6	10.141,3	3.283,1	790,4	1.834,2	601,3	1.624,7	490,9	1.199,2	2.164,4
Depósitos à Vista	84,8	1.827,7	112,1	12,5	190,6	78,0	177,7	1,0	116,1	141,2
Depósitos de Poupança	0,0	4.633,8	227,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos Interfinanceiros	30,7	3,5	223,6	179,8	226,4	68,8	285,5	57,1	162,3	528,2
Depósitos a Prazo	1.100,1	3.676,3	2.719,5	598,0	1.417,1	454,7	1.161,4	432,8	920,7	1.494,9
Captações no Mercado Aberto	206,1	2.228,1	1.354,1	156,2	1.514,4	656,6	19,3	1,4	1.874,6	21,8
Exigível Longo Prazo	1.014,8	3.156,6	2.345,5	1.259,7	1.101,0	218,4	1.751,5	324,8	1.104,0	491,6
Patrimônio Líquido	1.085,6	2.792,0	1.563,4	924,4	1.517,5	406,7	1.179,4	747,1	800,4	854,2

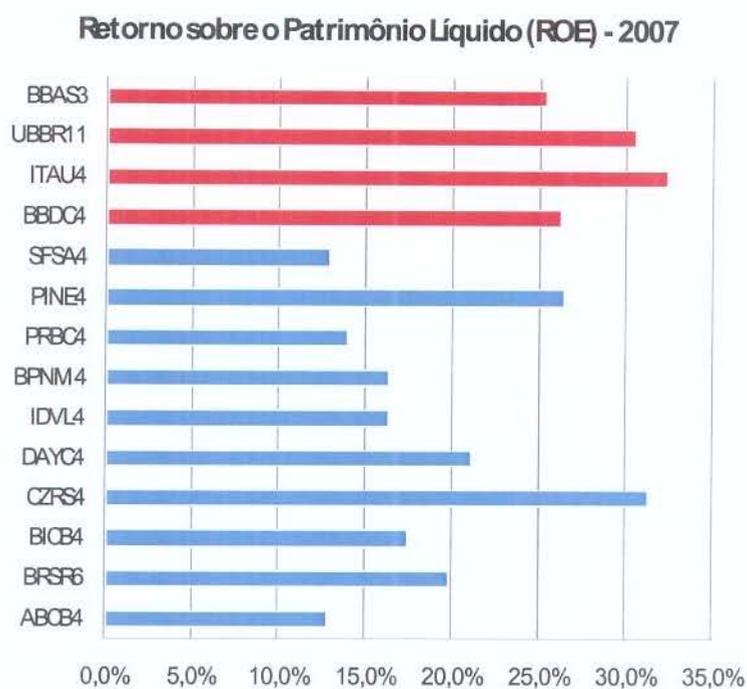
Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Tabela 8: Demonstrações de resultados do exercício dos bancos médios

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO	ABC4	BRSR6	BICB4	CZRS4	DAYC4	IDVL4	BPNM4	PRBC4	PINE4	SFSA4
	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007
Receitas da Intermed. Financeira	496,4	2.896,5	1.271,0	686,9	775,6	289,0	2.370,5	318,8	893,8	520,5
Receitas da Operação de Crédito	355,0	1.679,9	1.002,1	725,2	617,5	181,2	2.052,2	275,0	778,6	337,1
Resultado de TVM	111,2	840,4	249,5	203,2	205,2	74,6	150,5	43,8	150,6	114,8
Resultado de Aplic. Compulsórias	1,7	285,1	16,5	0,1	2,6	0,0	2,6	0,0	0,4	3,4
Resultado de Câmbio	25,8	50,6	0,0	0,0	18,5	33,1	0,0	0,0	2,6	20,3
Despesas da Intermed. Financeira	251,8	1.471,8	718,4	151,6	385,4	159,8	1.011,1	137,1	418,8	280,7
Captação no Mercado	187,2	1.089,3	451,5	123,8	301,0	115,9	454,1	86,4	244,9	221,1
Resultado de Câmbio	0,0	0,0	122,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de PDD	13,7	223,4	138,7	27,8	60,9	17,7	404,8	36,4	50,2	13,8
Result Bruto da Intermed. Financeira	244,6	1.424,7	552,5	535,3	390,2	129,2	1.359,4	181,8	475,0	239,8
Outras Rec. / Desp. Operac.	-100,0	-798,9	-279,4	-396,5	-117,5	-68,2	-1.114,4	-95,6	-258,2	-175,3
Receitas de Prest. de Serviços	42,4	549,0	42,9	28,1	13,5	18,9	38,7	10,0	17,9	7,2
Despesas de Pessoal	47,0	739,7	110,7	59,3	52,8	40,6	35,7	12,2	48,5	52,5
Despesas Administrativas	78,1	527,6	109,6	199,4	110,1	41,0	1.055,3	96,6	217,6	48,2
Lucro Operacional	144,6	625,8	273,1	138,8	272,8	61,0	245,0	86,1	216,8	64,5
Resultado não Operacional	-0,8	7,3	0,3	185,4	-0,6	14,2	-67,5	0,1	0,3	-0,1
LAIR	143,9	633,1	273,4	324,2	272,2	75,2	177,5	86,2	217,2	64,4
Imposto de Renda	23,7	157,0	115,9	117,7	83,1	20,8	46,8	16,6	84,8	20,3
Lucro Líquido	97,5	916,4	181,9	203,4	206,0	45,4	130,0	67,8	149,8	75,6

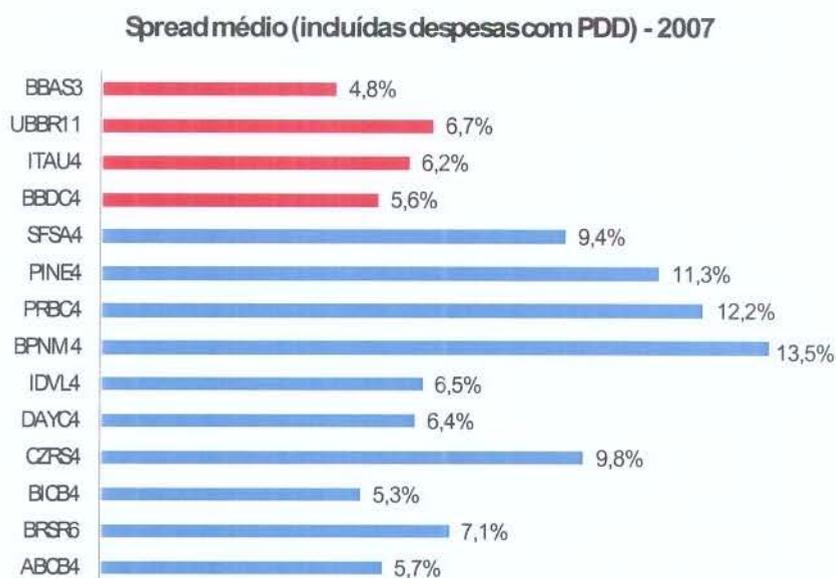
Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Gráfico 16:



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

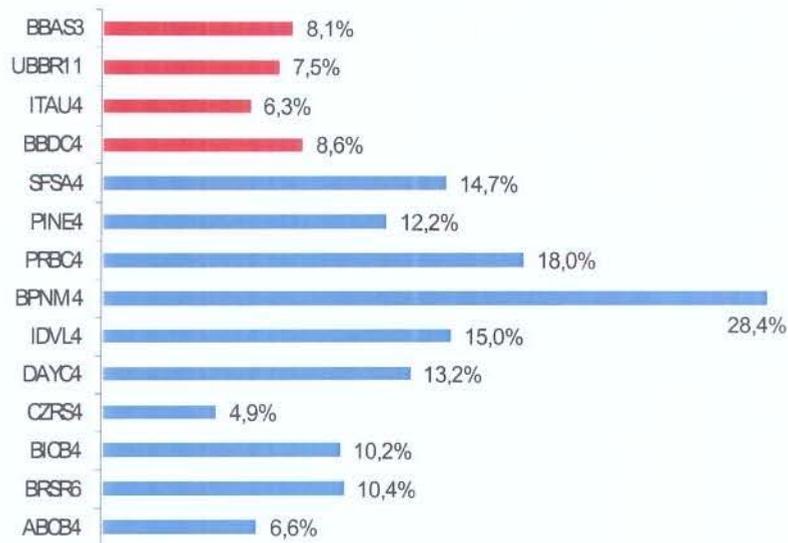
Gráfico 17:



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Gráfico 18:

Custo de captação (incluindo despesas com PDD) - 2007



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Banco ABC Brasil - (ABCB4)

O Banco ABC Brasil opera há mais de 17 anos no Brasil, controlado pelo Arab Banking Corporation, sediado no Bahrain.

Especializado no crédito corporativo, possui foco no segmento *upper middle*, ou seja, de empresas que possuem faturamento anual entre R\$250 milhões e R\$ 2 bilhões. Atua também no segmento de atacado, de empresas de faturamento anual mínimo de R\$2 bilhões, onde compete principalmente com os bancos grandes. Estes dois segmentos somados correspondiam, ao final do primeiro trimestre de 2008, por 86% da carteira de crédito banco.

A recém entrada no segmento de *middle market* no segundo trimestre de 2007, de empresas com faturamento anual entre R\$30 milhões e R\$250 milhões, explica o volume ainda pequeno deste porta-fólio.

A tabela abaixo mostra a composição da carteira de crédito do banco, principal fonte de receita.

Tabela 6: Carteira de crédito – Banco ABC Brasil

<i>Banco ABC Brasil</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	5.779,3	100,0%
Atacado + Large Middle	4.967,1	85,9%
Middle	660,9	11,4%
Consignado	151,3	2,6%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

O Banco ABC se diferencia dos demais bancos médios por possuir uma atuação diversificada e produtos diferenciados. Desfruta de um baixo custo de *funding*, como pode ser notado na tabela X, uma vez que o controlador Arab Banking Corp. garante acesso a uma linha de crédito em *stand by* de US\$125 milhões, além de grande parte do *funding* vir de investidores institucionais estrangeiros, proporcionando diversificação de riscos.

Outro ponto relevante é a dinâmica competitiva distinta dos demais bancos médios do setor, nas duas pontas: tanto na captação, pois parte relevante do *funding* é externo, como na originação, já que 86% da carteira é composta por atacado e *upper middle*.

Quanto ao seu IPO, este foi realizado no dia 23/07/2007, captando no total R\$608,9 milhões. A oferta contou com 74,4% de participação de investidores estrangeiros.

Suas ações, ABCB4, foram as que obtiveram a melhor performance descontada a variação do Ibovespa entre o IPO e o dia 31/03/08, como nota-se na tabela X.

Banrisul - (BRSR6)

O Banrisul é um banco regional de varejo fundado em 1928 e controlado pelo estado do Rio Grande do Sul. O banco está presente em quase 80% dos municípios do estado, atingindo mais de 10 milhões de pessoas através de uma extensa rede de distribuição.

O Banrisul possui uma ampla atuação na concessão de crédito, atingindo os mais diversos setores de atividade, como mostra a tabela abaixo. O destaque fica por conta do crédito a pessoa física e, dentro dele, o crédito consignado, e o crédito para a atividade industrial.

Tabela 7: Carteira de crédito – Banrisul

<i>Banrisul</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	8.860,8	100,0%
Setor público	191,4	2,2%
Setor privado	8.669,4	97,8%
Rural	618,2	7,0%
Indústria	1.952,6	22,0%
Comércio	1.256,8	14,2%
Intermediários Financeiros	0,0	0,0%
Serviços e Outros	880,1	9,9%
Pessoa Física	3.120,9	35,2%
Habitação	840,8	9,5%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

A maior captação primária de todos os bancos médios foi do Banrisul, que atingiu mais de R\$2,0 bilhões, dos quais 97,2% ficaram em mãos de investidores estrangeiros. Esta foi a maior participação estrangeira registrada dentre todas as ofertas de bancos médios.

BicBanco - (BICB4)

O BicBanco é um dos bancos médios mais antigos do Brasil. Foi fundado em 1938 no Juazeiro do Norte, no estado do Ceará.

O banco hoje é especializado na concessão de crédito corporativo ao segmento de *middle market* – empresas com faturamento anual entre R\$30 milhões e R\$300 milhões.

Possui uma estratégia diferenciada em relação aos demais, sendo um banco mais agressivo em suas metas de crescimento, e por isso também mais sujeito às volatilidades do mercado.

O produto de maior concentração em seu porta-fólio é o crédito para capital de giro. O *trade finance* é outro segmento de destaque e importante na estratégia de diversificação e mitigação de riscos.

Tabela 8: Carteira de crédito – Banrisul

<i>BicBanco</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	7.766,2	100,0%
Capital de giro	4.249,0	54,7%
Trade finance	1.471,1	18,9%
Contas garantidas	1.074,1	13,8%
Crédito consignado	443,3	5,7%
Crédito pessoal	136,6	1,8%
Outros créditos	392,1	5,0%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

O IPO, realizado no dia 10/10/2007, mesmo sob condições de mercado adversas, obteve sucesso, levantou R\$ 821,5 milhões.

Banco Cruzeiro do Sul - (CZRS4)

O Banco Cruzeiro do Sul opera principalmente no mercado de crédito pessoal com desconto em folha de pagamento para funcionários públicos e pensionistas do INSS. Está presente também no segmento de crédito para empresas de pequeno e médio porte, oferecendo crédito de curto prazo, usualmente atrelado a recebíveis.

A carteira de crédito do banco, mostrada abaixo, evidencia a grande exposição ao crédito consignado. Observa-se também o grande volume de carteira cedida com e sem co-obrigação, o que confere a ele a posição dentre os médios de capital aberto de banco que mais recorre a esta estratégia de financiamento de seu passivo.

Tabela 9: Carteira de crédito – Cruzeiro do Sul

<i>Cruzeiro do Sul</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	4.741,1	100,0%
SubTotal On-balance	3.575,4	75,4%
Crédito Consignado	3.025,4	63,8%
Cartão de Crédito Consignado	167,4	3,5%
Middle Market	382,6	8,1%
SubTotal Off-balance	1.165,7	24,6%
Cessão com co-obrigação	856,1	18,1%
Cessão sem co-obrigação	309,6	6,5%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

Justamente devido a esta estratégia de captação via FIDCs, que são mantidos fora do balanço, o banco exibe o menor custo de captação no gráfico 18, comparável aos dos bancos grandes. Devemos fazer a ressalva, portanto, de que este não é o real custo de captação do banco. O mesmo se observa em relação ao retorno sobre o patrimônio líquido, que está inflado, é artificial, já que o banco antecipa os lucros de sua carteira de crédito.

Em relação ao IPO do Cruzeiro do Sul, o destaque fica por conta da participação de estrangeiros no *deal*, que foi a menor dentre os demais bancos médios, com 66,5%.

Banco Daycoval - (DAYC4)

Fundado em 1968, o Banco Daycoval atende empresas de todos os setores, com foco no *middle market*.

O banco dispõe de uma extensa gama de produtos e serviços para clientes pessoa jurídica, com destaque para as áreas de crédito e financiamento, investimento e comércio exterior. No segmento de pessoa física, em que atua com a marca Daycred, os negócios concentram-se em produtos especializados, como crédito consignado (empréstimos com desconto em folha de pagamento) e o financiamento de veículos.

A carteira de crédito abaixo retrata o porta-fólio do banco:

Tabela 10: Carteira de crédito – Banco Daycoval

<i>Daycoval</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	3.879,7	100,0%
Middle Market / Outros	2.298,6	59,2%
Trade Finance	268,4	6,9%
Consignado	647,5	16,7%
Veículos	665,2	17,1%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

O Daycoval foi o banco médio que obteve a segunda maior captação de recursos através do IPO, com mais de R\$ 1 bilhão.

Banco Indusval - (IDVL4)

O Banco Indusval iniciou suas operações em 1967 sob o nome “Indusval Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A”. Em 1991 mudou seu nome e começou a operar como um banco de middle market. Possui uma rede de agências espalhada em 11 localidades pelo Brasil.

Os principais produtos são empréstimos – em moeda local e estrangeira – com colaterais, destinados a companhias médias e de grande porte, além de serviços de trade finance.

Em 2007, além dos R\$253 milhões levantados através do IPO, o banco assinou alguns acordos com o intuito de expandir sua carteira de trade finance.

Tabela 11: Carteira de crédito – Banco Indusval

<i>Indusval</i>	1T08	% part.
Total da Carteira de Crédito	1.414,8	100,0%
Middle Market	1.398,3	98,8%
Carteira em Reais	1.107,7	78,3%
Carteira Trade Finance	290,5	20,5%
Créditos adquiridos	16,6	1,2%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

Banco PanAmericano - (BPNM4)

O Banco PanAmericano, empresa do Grupo Sílvio Santos, opera como banco múltiplo desde 1991.

Focado no financiamento ao consumo para pessoas físicas das classes B, C, D e E, se diferencia de seus principais concorrentes pelo abrangente porta-fólio de produtos e principalmente pela agilidade na aprovação de crédito.

O Banco PanAmericano é especializado no financiamento de veículos, em que possui *market share* de aproximadamente 2,6%, o maior dentre os médios. Além de veículos leves e pesados, atua fortemente também no financiamento de motos. Outros produtos incluem o leasing, crédito consignado, cartão de crédito, CDC lojista, seguros, etc.

Tabela 12: Carteira de crédito – Banco PanAmericano

<i>Banco Panamericano</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	7.774,4	100,0%
Subtotal On Balance	5.873,8	75,6%
Veículos	3.019,6	38,8%
Crédito Pessoal	193,0	2,5%
Financiamento a Titulares de Cartões de Crédito de Terceiros	583,4	7,5%
Financiamento a Titulares de Cartões de Crédito	354,1	4,6%
Operações de Arrendamento Mercantil	609,3	7,8%
Empréstimos em Consignação	909,4	11,7%
Conta garantida	150,9	1,9%
Outros	54,1	0,7%
Subtotal Off Balance	1.900,6	24,4%
Carteira de crédito cedida com coobrigação	1.708,8	22,0%
Carteira de crédito cedida sem coobrigação	191,8	2,5%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

Paraná Banco- (PRBC4)

O Paraná Banco foi um dos primeiros bancos a atuar no segmento de crédito consignado no Brasil, tendo iniciado suas operações na década de 80. Este segmento perdura até os dias de hoje como o principal foco de atuação e gerador de receita para o banco. Além do crédito consignado, o banco conta com uma carteira de middle market ainda pequena, de R\$104 milhões ao final do primeiro trimestre de 2008.

A tabela a seguir mostra como foram distribuídas as originações de crédito consignado durante o primeiro trimestre de 2008:

Tabela 13: Originações de crédito consignado – Paraná Banco

<i>Paraná Banco</i>	1T08	% part.
Total das originações de consignado	283,5	100,0%
Estados	116,2	41,0%
Municípios	75,5	26,6%
INSS	15,6	5,5%
Outras entidades	76,2	26,9%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

Um importante diferencial do Paraná Banco é o seu canal de venda que conta, além dos tradicionais correspondentes bancários, com uma estruturada rede de franquias e contato direto com o cliente proporcionado por call center. Esta estratégia de canais alternativos permite menores despesas com comissões das originações de crédito consignado.

O Paraná Banco detém 100% das ações da J. Malucelli Seguradora e está ingressando também no recém inaugurado mercado de resseguros no Brasil, através da J. Malucelli Resseguradora.

Banco Pine - (PINE4)

O crédito a Empresas é o principal negócio do Banco Pine e, neste segmento, atua por meio de operações estruturadas com garantias, especialmente para as empresas

de médio porte. Complementarmente, o banco oferece serviços de assessoria financeira e produtos de Tesouraria, além de linhas de crédito especializado para médias e grandes empresas. No crédito a pessoas física, o banco oferece crédito consignado para servidores públicos e beneficiários do INSS.

A tabela abaixo contempla a carteira de crédito do banco:

Tabela 14: Carteira de crédito – Banco Pine

<i>Banco Pine</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	4.638,7	100,0%
Empresas	3.066,5	66,1%
Empresas médias	2.329,5	50,2%
Empresas grandes	737,0	15,9%
Pessoas Físicas	1.572,2	33,9%
Carteira em balanço	418,5	9,0%
Carteira cedida	1.153,7	24,9%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

Assim como o Banco Cruzeiro do Sul, o Pine realizou cessões de carteira em 2007 e antecipou parte de seus lucros, o que resultou em um ROE artificialmente elevado, como vemos no gráfico 16.

PINE4 é a ação que apresentou pior desempenho dentre os bancos médios desde o IPO, descontada a evolução do Ibovespa, até o dia 31/03/08.

Banco Sofisa - (SFSA4)

O Banco Sofisa, fundado há 48 anos, tem seu foco no middle market, também atuando no segmento de varejo, principalmente financiamento de veículos, empréstimos consignados e crédito ao consumidor.

Nota-se, pela tabela abaixo, as maiores concentrações em capital de giro, no segmento de pessoa jurídica, e leasing de veículos, em pessoa física:

Tabela 15: Carteira de crédito – Banco Sofisa

<i>Banco Sofisa</i>	1T08	% part.
Total da carteira de crédito	2.804,1	100,0%
Middle Market	1.814,0	64,7%
Conta Garantida	500,9	17,9%
Capital de Giro	762,6	27,2%
Financiamentos Adquiridos	299,5	10,7%
Outros	251,0	9,0%
Varejo	990,1	35,3%
Crédito Consignado	231,5	8,3%
Leasing - Veículos	541,0	19,3%
CDC - Veículos	180,9	6,5%
Crédito ao Consumidor / outros	36,7	1,3%

Fonte: Dados do banco. Elaboração própria.

O gráfico 16 mostra que o Sofisa é o banco que obteve o menor ROE dentre os médios em 2007, fruto de um crescimento mais brando de lucro líquido.

Capítulo 3 - Hipóteses dos determinantes dos preços das ações dos bancos médios

O objetivo do capítulo anterior, em uma primeira análise, foi delinear os principais aspectos de cada um dos bancos que estamos considerando nesta monografia. Por detrás deste objetivo primário está um segundo e mais fundamental intuito, que é o de fornecer os elementos necessários para que a tese desta monografia adquira significação. Em outros termos, ao definirmos a estratégia de atuação, os produtos oferecidos e mesmo mostrar alguns indicadores financeiros dos bancos médios, a conclusão a que podemos chegar é que trata-se de um setor relativamente homogêneo, sem diferenciações radicais entre um banco e outro.

Em posse desta informação, o objetivo que se está perseguindo na monografia ganha sentido: dado que estamos tratando de companhias que compartilham características até certo ponto semelhantes, fica razoável supor – e esta é a tese da monografia – que existem determinantes comuns ao setor dos bancos médios como um todo. Por esta razão é que não poderíamos avançar a este capítulo sem antes expor o perfil e principais aspectos de cada uma das instituições.

Isto posto, o objetivo será testar até que ponto o mercado considera tais semelhanças entre os bancos médios. Em outras palavras, estamos tentando detectar os determinantes dos preços das ações destes bancos, mas, para que um determinado evento possa ser considerado um determinante, seus efeitos deverão se propagar sobre a maioria das ações sob análise.

A tentativa será a de apontar em que momentos no tempo as ações exibiram comportamentos semelhantes e, uma vez detectados esses padrões, identificar o evento ou fato ao qual tais reações estiveram atreladas. Se esta tarefa for alcançada, isto é, se for possível identificar períodos em que as ações seguem movimentos coordenados, a hipótese de que existem determinantes comuns aos preços das ações desses bancos se confirmará. Caso contrário, se for impossível traçar um padrão comportamental em momento algum ao longo do período analisado, a conclusão será que o mercado julga que os bancos médios não podem ser vistos todos sob uma mesma ótica, já que suas ações reagem de formas assimétricas aos mesmos eventos.

Análise dos determinantes

O gráfico abaixo exibe a evolução dos preços das ações dos dez bancos médios, em base 100, sendo 16/11/2007, dia em que começaram a negociar as ações do banco Panamericano – último banco médio a abrir capital até o período compreendido nesta monografia – igual a 100.

Gráfico 19: Cotações de fechamento – bancos médios – base 100 (16/11/2007 = 100):



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

Uma análise puramente visual, de tendência, do gráfico acima infere, à primeira vista, que não existem grandes movimentos coordenados dos preços das ações dos bancos médios em momento algum do período analisado, uma vez que não há um claro padrão comportamental ou uma linha de tendência evidente que possivelmente resumisse o movimento conjunto de todas as ações. Isto poderia levar a três possíveis conclusões:

- (I) Não existem *triggers* (catalisadores) comuns aos bancos médios: isto seria o mesmo que dizer que o mercado identifica diferenças estruturais entre eles, já que as ações reagem de maneiras diferentes aos mesmos eventos;
- (II) Não houve, no período acima compreendido, evento algum que deveria impactar de maneira conjunta as ações dos bancos, de modo que esta ausência de eventos catalisadores fez com que os preços das ações flutuassem somente de acordo com os fundamentos de cada banco, condições de liquidez dos mercados, preferência pela liquidez e grau de aversão ao risco dos investidores, etc. Em outras palavras, assume-se aqui a possibilidade de que possam existir *triggers* comuns, mas considera-se que eles simplesmente não ocorreram no período compreendido e por isso não houve um movimento coordenado das curvas no gráfico;
- (III) Houve catalisadores comuns a maioria dos bancos médios e as ações de fato reagiram. Tais movimentos não ficam perceptíveis a esta análise preliminar porque: (a) o ajuste nos preços pode ter sido rápido, em somente um dia, não ficando facilmente visível em um gráfico que abarca um período mais extenso; (b) o ajuste pode ter sido de fato pequeno, de maneira que fica difícil sua identificação à primeira vista.

Na tentativa de determinar qual das três possíveis conclusões acima é a correta, foram escolhidos arbitrariamente eventos que serão examinados separadamente, com o intuito de estudar de maneira isolada seus efeitos sobre as ações dos bancos médios. Surge, assim, a hipótese desta monografia, de que os determinantes dos preços das

ações dos bancos médios estiveram ligados, basicamente, a dois tipos de eventos: (A) aqueles ligados a mudanças no ambiente regulatório dos empréstimos consignados, e (B) à divulgação dos resultados financeiros dos bancos médios.

(A) Mudanças no ambiente regulatório dos empréstimos consignados

Serão abordadas, em tópicos separados, três mudanças de regra que ocorreram durante o período analisado e que afetaram os bancos médios, principalmente aqueles cujo foco concentrava-se no crédito consignado. São elas:

- 1) Proibição de cobrança da Taxa de Liquidação Antecipada; anunciada no dia 16/12/2007.
- 2) Redução da margem consignável de 30% para 20%, mais 10% através do cartão, e aumento do prazo máximo de financiamento de 36 para 60 meses nas operações do consignado INSS; anunciada no dia 7 de janeiro de 2008.
- 3) Mudanças nas regras de registro contábil de operações de venda e transferência de ativos financeiros; anunciadas no dia 31 de janeiro de 2008.

1) Proibição de cobrança da Taxa de Liquidação Antecipada

A Taxa de Liquidação Antecipada (TLA) era utilizada pelos bancos para compensar a perda de receita quando o devedor saldava o crédito antes do vencimento. Era especialmente importante às linhas cujas operações implicam alto custo de concessão, como as de consignado, em que as comissões podem chegar a até 25% do valor do financiamento no consignado INSS.

A proibição da TLA, anunciada no dia 16/12/2007, poderia gerar impactos significativos sobre as operações de muitos bancos médios, já que as comissões dos correspondentes bancários eram pagas antecipadamente (*upfront*), no momento da concessão do empréstimo.

A ausência da TLA poderia gerar um ônus ao banco no caso de pré-pagamento do empréstimo, uma vez que sua incidência cobria justamente o pagamento da comissão do “pastinha” quando ocorria o pré-pagamento. Para ilustrar basta citar que um empréstimo de 72 meses só atinge o *breakeven* da operação após 8 meses da data da concessão, justamente pelo pagamento das comissões.

A solução ideal, segundo os maiores bancos, seria diferir o pagamento da comissão ao longo da quitação do empréstimo: “A idéia dos maiores bancos (BMG, Bradesco, Votorantim) é parcelar a comissão ao longo do período de vigência do contrato. Mas os menores resistem.”¹⁹

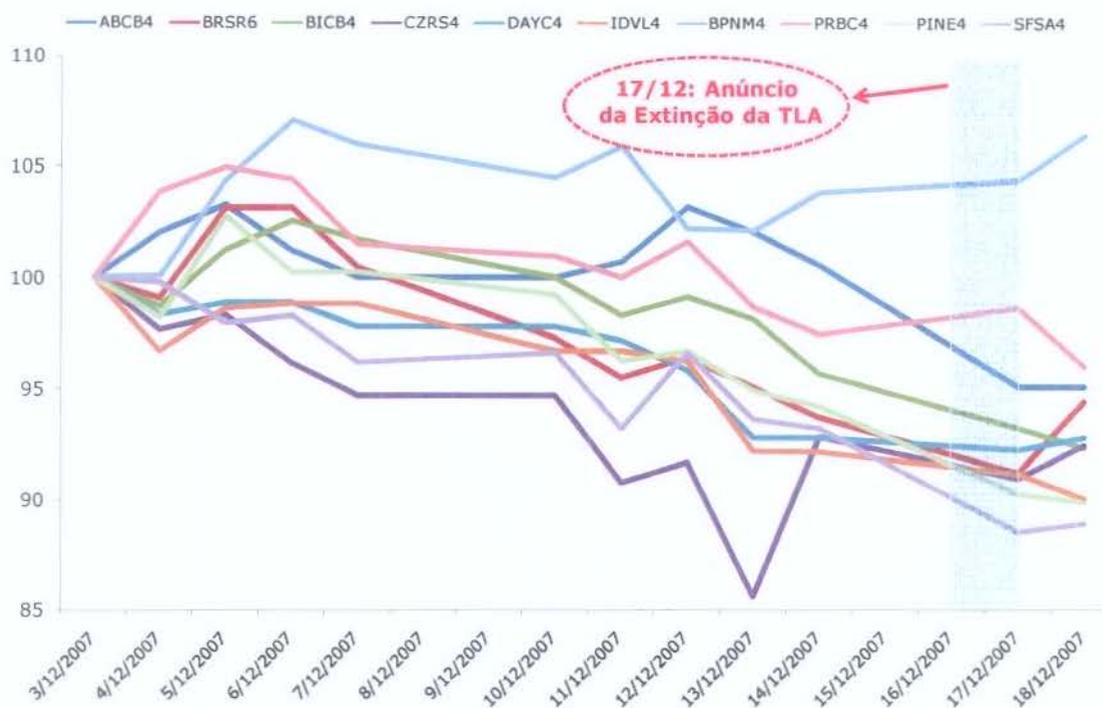
Tendo se frustrado esta tentativa, os bancos acabaram aumentando as taxas dos empréstimos, encarecendo-os na ponta final, com o intuito de fazê-los melhor refletir o risco do pré-pagamento.

Além de ter encarecido os empréstimos, o fim da TLA foi ruim aos bancos também por possibilitar fraudes por partes dos correspondentes, que aconteceram através de acordos para que clientes tomassem empréstimos e os liquidassem no mês seguinte, dividindo com eles a comissão pela concessão do financiamento.

A extinção da TLA foi, portanto, sem dúvida um evento negativo para a maioria dos bancos médios. Entretanto, seu efeito sobre as ações, como analisaremos a seguir, não foi significativo.

¹⁹ Jornal *Valor Econômico* – “Fim de tarifa pode gerar perda no consignado”. 17/12/2007.

Gráfico 20: Cotações de fechamento – bancos médios – base 100 (17/12/2007 = 100):



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

O gráfico acima destaca o dia do anúncio da extinção da TLA e exibe o comportamento das ações dos bancos médios numa base 100, em que 3/12/2007 é a base²⁰. A tabela abaixo permite uma melhor visualização. Como vemos, a maioria das ações reagiu negativamente ao evento em questão, porém de maneira contida, com quedas pouco expressivas. Com relação ao volume, no dia 17/12 sua média foi superior em 10,9% em relação ao volume médio total do período analisado, mas quando observamos o comportamento do volume negociado em cada ação, percebemos que o do BicBanco foi excepcionalmente alto, inflando a média para cima. Contudo, podemos desprezar esta ocorrência uma vez que o BicBanco, como mostrado anteriormente, é focado no segmento de *middle market* e, portanto, foi pouco impactado pela extinção da TLA.

²⁰ Não consideraremos variações nos preços no *intraday* pelo fato de que eventos importantes como os que estamos tratando tendem a arrastar seus efeitos até o fim das negociações daquele dia. Desta forma, utilizaremos sempre cotações de fechamento, considerando que elas refletem da mesma forma os efeitos dos eventos supracitados.

Ademais, observando os dois bancos mais focados em crédito consignado, que são o Paraná Banco e o Banco Cruzeiro do Sul, percebemos reações opostas, quando seria de se esperar que fossem os mais impactados negativamente.

	ABCB4	BRSR6	BICB4	CZRS4	DAYC4	IDVL4	BPNM4	PRBC4	PINE4	SFSA4
Varição no preço no dia 17/12	-5,5%	-2,7%	-2,6%	-2,0%	-0,6%	-1,1%	0,5%	1,2%	-4,2%	-5,0%
Volume do dia 17/12 contra média do período analisado	18,7%	-38,6%	198,1%	-38,9%	-17,3%	-70,5%	30,6%	58,1%	-55,7%	55,4%

	R\$
Volume médio negociado em 17/12 nos 10 bancos	3.157.838
Volume médio negociado no período analisado nos 10 bancos	2.846.238
Diferença	10,9%

A conclusão a que se chega, portanto, é que a extinção da TLA aparentemente não pôde ser considerada a rigor um *trigger* das ações dos bancos médios.

2) Redução da margem consignável de 30% para 20%, mais 10% através do cartão, e aumento do prazo máximo de financiamento de 36 para 60 meses nas operações do consignado INSS

O Ministério da Previdência Social anunciou, no dia 7 de janeiro de 2008, mudanças de regras nos empréstimos consignados aos funcionários e pensionistas do INSS. Basicamente, a margem consignável foi reduzida para 20% do antigo patamar de 30%, sendo a quantia restante equivalente a 10% da renda mensal do tomador permitida através do cartão de crédito. Compensatoriamente, a *duration*, ou prazo do empréstimo, foi estendida de 36 para 60 meses.

Um simples cálculo ajuda a quantificar o impacto dessas medidas sobre a quantia que o tomador pode comprometer relativamente ao seu salário.

Considerando um trabalhador hipotético, cuja renda mensal é igual a R\$1.000,00, temos:

- Valor Presente de um PMT de R\$300,00 (30% de margem consignável), 36 meses, taxa 2,64% a.m. (teto vigente na época)= R\$6.916,00;
- Valor Presente de um PMT de R\$200,00 (20% de margem consignável), 60 meses, taxa 2,64% a.m. (teto vigente na época) = R\$5.989,00.

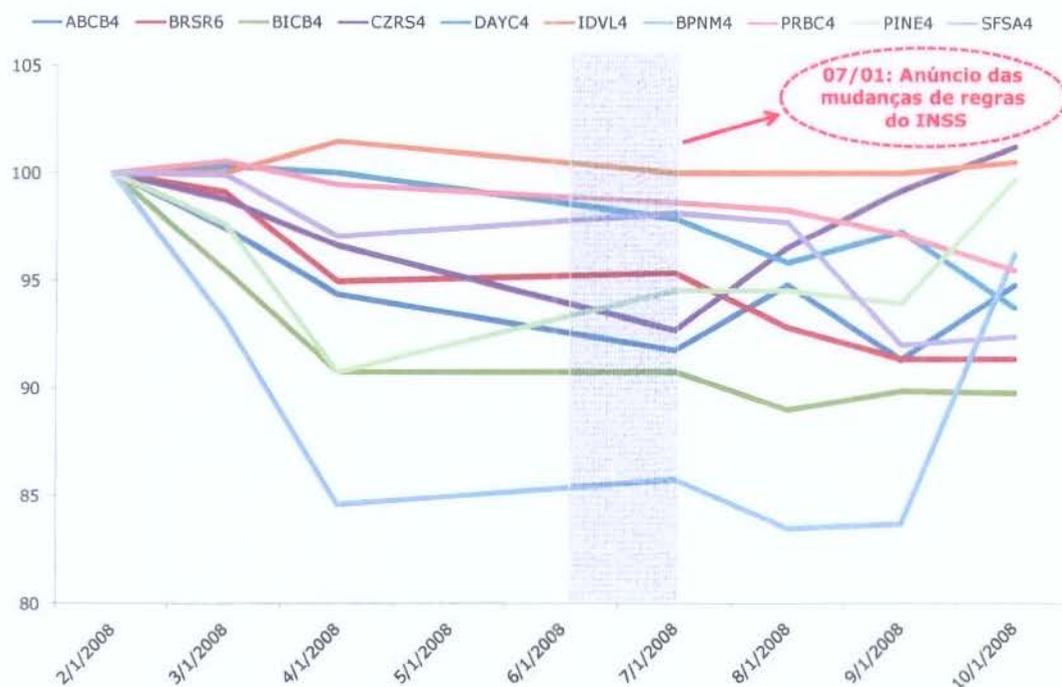
O valor presente do PMT obtido com as novas regras é 15,5% menor que o anterior. Isso significa que, sob as novas regras, o valor máximo que o funcionário ou pensionista do INSS pode tomar emprestado é 15,5% menor que sob as regras em vigência anteriormente.

Esta, porém, é uma metodologia simplista que não leva em conta outros fatores, como as implicações negativas que o rebaixamento do teto de comprometimento da renda mensal pode gerar: este tomador está acostumado a refinanciar a cada mês o seu empréstimo (o índice de refinanciamento do crédito consignado consolidado gira em torno de 35%), de forma que passa a considerar esta renda proveniente do refinanciamento como recorrente em seu orçamento. O rebaixamento da margem consignável para 20% fez com que muitos tomadores atingissem o limite máximo de comprometimento de renda mais rapidamente, tendo que interromper subitamente o ciclo de refinanciamento²¹.

A conclusão a que chegamos, portanto, é que a mudança de regras pode ser considerado um fenômeno ruim às operações dos bancos médios que possuem uma carteira significativa de consignado INSS. O gráfico abaixo mostra a resposta das ações no dia do anúncio da mudança de regras e dias subsequentes:

²¹ Sobre esta questão, voltar ao capítulo 2, subitem “2. Crédito Consignado para aposentados e pensionistas do INSS”.

Gráfico 21: Cotações de fechamento – bancos médios – base 100 (07/01/2008 = 100):



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

A tabela abaixo fornece uma noção exata do comportamento das ações no dia 07/01/2008. Observa-se que os dois bancos mais focados em crédito consignado, o Cruzeiro do Sul e o Paraná Banco, foram afetados negativamente, com destaque para o primeiro. Os volumes negociados, porém, não dão sustento a essas quedas, já que em ambos os casos foram bem inferiores às respectivas médias do período.

Outros bancos com carteiras significativas de crédito consignado, como o Banrisul e o Banco Panamericano, registraram altas em suas ações naquele dia, o que mostra que o mercado não considerou este evento como um possível prejuízo às operações dos bancos mencionados.

	ABCB4	BRSR6	BICB4	CZRS4	DAYC4	IDVL4	BPNM4	PRBC4	PINE4	SFSA4
Varição no preço no dia 07/01	-2,8%	0,4%	0,0%	-4,1%	-2,1%	-1,5%	1,4%	-0,8%	4,1%	1,1%
Volume do dia 07/01 contra média do período analisado	-66,1%	-93,9%	391,7%	-59,8%	468,4%	-84,5%	219,9%	-97,9%	32,4%	-91,0%

A análise do volume médio negociado, somados os dez bancos no dia 07/01, aponta que ele foi mais que o dobro da média do período considerado. Contudo, este número se deve aos volumes excepcionalmente altos do BicBanco, Banco Daycoval e Banco Panamericano. Os dois primeiros são bancos focados no segmento de *middle market*, possuindo carteiras de crédito consignado pouco significativas; quanto ao último, a ação registrou uma variação positiva de 1,4%, o que seria um contra-argumento à tese de que a mudança de regras teria sido negativa.

	R\$
Volume médio negociado em 07/01 nos 10 bancos	6.762.624
Volume médio negociado no período analisado nos 10 bancos	2.846.238
<i>Diferença</i>	137,6%

Novamente, a conclusão a que chegamos é que as ações dos bancos médios não reagiram a este evento especificamente, aparentemente flutuando aleatoriamente e sem *market movers* pontuais, de acordo com o humor dos investidores.

3) Mudanças nas regras de registro contábil de operações de venda e transferência de ativos financeiros

O Conselho Monetário Nacional anunciou, no dia 31 de janeiro de 2008, mudanças nas regras de contabilização das operações de cessão de crédito por parte das instituições financeiras. As mudanças foram basicamente de duas naturezas: (a) cessão de créditos com coobrigação passam a ter peso de 100% nas regras de Basiléia, e não mais 50% como anteriormente; (b) proibição do registro da receita proveniente da cessão de créditos de uma única vez, em um único balanço. Ambas as regras passarão a valer a partir de janeiro de 2009.

Ambas as medidas influenciam diretamente as operações dos bancos médios, afetando exatamente uma estratégia de crescimento de que muitos deles lançaram mão no passado e até continuam utilizando: a venda de créditos.

Foi enaltecido diversas vezes nesta monografia o principal desafio que os bancos médios têm que enfrentar ao seu crescimento, isto é, *funding* ou fonte de recursos. Esta questão foi particularmente abordada no capítulo 2, subitem “Securitização de recebíveis para FIDCs”, em que foi descrita a operação de venda de créditos a um fundo de recebíveis.

Foi concluído naquela oportunidade que ambas as mudanças poderão significar, quando entrarem em vigor, sérios impeditivos à manutenção do esquema de geração imediata de *funding* utilizado para alimentar o crescimento rápido da carteira de crédito desses bancos.

Com efeito, a mudança (a) representa uma ameaça mais séria, na medida em que obrigará os bancos a de fato ou reduzirem o ritmo de crescimento de suas carteiras de crédito ou reforçarem suas estruturas de capital. Contudo, devemos salientar que os efeitos podem não ser tão imediatos, uma vez que a maioria dos bancos médios ainda desfruta de relativa folga de Basileia, uma vez que se capitalizaram recentemente via IPO. A tabela abaixo, que já foi apresentada no capítulo 2, mostra o índice de Basileia de cada um dos bancos médios, findo o primeiro trimestre de 2008. Vale lembrar, o Banco Central brasileiro permite um índice de Basileia de até 11%:

Tabela 3: Índice de Basileia, fim do primeiro trimestre de 2008

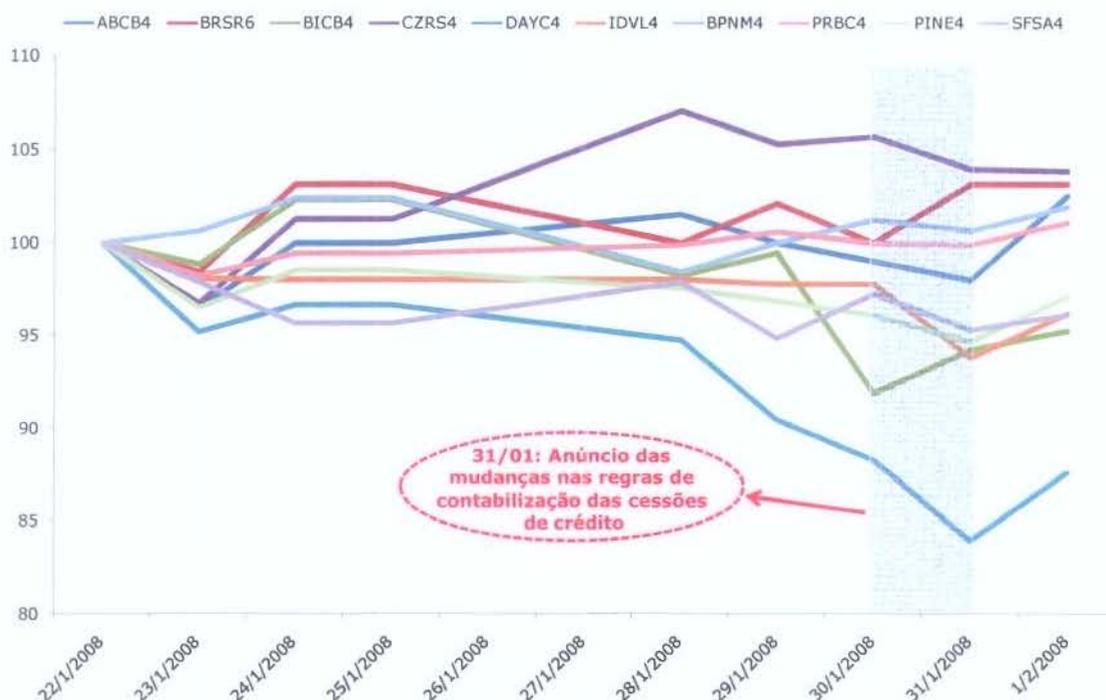
<u>Índice de Basileia</u>	
Banco ABC	20,7%
Barrisul	24,2%
Bic Banco	19,2%
Cruzeiro do Sul	27,6%
Daycoval	33,1%
Indusval	30,0%
Panamericano	24,6%
Paraná	61,7%
Pine	18,3%
Sofisa	20,5%

Fonte: Divulgação de resultados dos respectivos bancos. Elaboração própria.

Com relação à mudança (b), ela é também importante, mas seus efeitos se limitarão à esfera contábil. Ela permitirá, contudo, uma melhor visualização da real situação de alavancagem dos bancos, uma vez que as receitas provenientes da cessão de carteira serão lançadas de forma diferida nas demonstrações de resultado, e no balanço o passivo não contabilizará logo no momento da venda os recursos captados em sua integridade, mas sim pelo critério *pro rata temporis*.

A seguir a análise dos impactos do anúncio dessas medidas sobre as ações dos bancos médios.

Gráfico 22: Cotações de fechamento – bancos médios – base 100 (31/01/2008 = 100):



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

As análises do gráfico e da tabela abaixo sinalizam que parece haver um indicativo de que as ações de fato reagiram ao evento supracitado, e da maneira esperada, ou seja, negativamente. Observa-se pela tabela abaixo que das dez ações, oito delas apresentaram queda.

	ABCB4	BRSR6	BICB4	CZRS4	DAYC4	IDVL4	BPNM4	PRBC4	PINE4	SFSA4
Varição no preço no dia 31/01	-1,0%	3,2%	2,5%	-1,6%	-5,0%	-4,1%	-0,6%	-0,1%	-1,5%	-2,1%
Volume do dia 31/01 contra média do período analisado	72,0%	-32,4%	-87,7%	344,9%	-14,4%	67,7%	-72,5%	-81,3%	130,1%	143,0%

O volume negociado foi acima da média do período, o que reforça a tese de que as ações foram negativamente impactadas pela notícia daquele dia.

	R\$
Volume médio negociado em 31/01 nos 10 bancos	3.487.214
Volume médio negociado no período analisado nos 10 bancos	2.846.238
Diferença	22,5%

(B) Resultados Financeiros

A segunda hipótese desta monografia para explicar os determinantes da variação dos preços das ações dos bancos médios é a divulgação dos resultados financeiros trimestrais das instituições.

As informações contidas no relatório financeiro podem fazer com que os investidores subitamente mudem de opinião a respeito da instituição, comprando ou vendendo os papéis no dia da divulgação do resultado e no dia seguinte à divulgação. O motivo pelo qual foi incluído nesta análise o dia seguinte à divulgação (D+1) se deve ao fato de que vários resultados são liberados após o fechamento do mercado, ou mesmo pelo fato de que, muitas vezes, os analistas podem levar um dia para preparar o relatório que os clientes utilizam para as tomadas de decisão.

Com efeito, o volume negociado nos dias D e D+1 (data de divulgação do resultado e um dia depois), para a amostra que foi utilizada nesta monografia, foi 3,2 vezes maior que a média do volume para todo o período. Em outras palavras, se uma ação de um banco médio negocia, em média, R\$1,0 milhão por dia, espera-se que ela

negocie R\$3,2 milhões no dia em que divulga seu resultado, e mais R\$3,2 milhões um dia depois.

O quadro abaixo mostra as reações das ações dos bancos médios nos dias em que divulgaram seus resultados, associadas às conclusões das análises das corretoras. O objetivo foi testar a correlação entre a divulgação de um bom resultado – para o qual o critério escolhido foi a análise oficial que as corretoras encaminham aos seus clientes – e o desempenho positivo da ação no dia D e D+1; e vice-versa.

Quadro 2: Performance das ações relativamente às notas das corretoras

Ação	Trimestre	Corretora	Qualidade do resultado	Em relação às projeções do analista	Variação ação em D	Variação ação em D+1
ABCB4	3T07	Itaú Corretora	Médio	Abaixo	-2,4%	-0,6%
ABCB4	3T07	UBS Pactual	Ruim	Em linha	-2,4%	-0,6%
ABCB4	4T07	Itaú Corretora	Bom	Acima	-1,0%	-1,0%
ABCB4	4T07	UBS Pactual	Bom	Acima	-1,0%	-1,0%
ABCB4	4T07	CSHG	Bom	Acima	-1,0%	-1,0%
ABCB4	1T08	UBS Pactual	Médio	Em linha	2,7%	-3,5%
ABCB4	1T08	CSHG	Médio	Em linha	2,7%	-3,5%
ABCB4	1T08	Santander	Médio	Em linha	2,7%	-3,5%
ABCB4	1T08	Itaú Corretora	Médio	Em linha	2,7%	-3,5%
BRSR6	4T07	UBS Pactual	Bom	Acima	-0,4%	-0,9%
BRSR6	4T07	Credit Suisse	Bom	Acima	-0,4%	-0,9%
BICB4	4T07	Itaú Corretora	Médio	Em linha	-7,6%	2,5%
BICB4	1T08	UBS Pactual	Bom	Acima	-2,9%	0,5%
BICB4	1T08	Bradesco Corretora	Bom	Acima	-2,9%	0,5%
BICB4	1T08	Itaú Corretora	Médio	Acima	-2,9%	0,5%
CZRS4	4T07	Itaú Corretora	Ruim	Abaixo	0,9%	-7,8%
CZRS4	4T07	UBS Pactual	Ruim	Abaixo	0,9%	-7,8%
CZRS4	1T08	Itaú Corretora	Médio	Acima	-1,0%	-2,8%
DAYC4	3T07	CSHG	Bom	Acima	2,0%	-2,4%
DAYC4	3T07	UBS Pactual	Bom	Acima	2,0%	-2,4%
DAYC4	3T07	Goldman Sachs	Bom	Em linha	2,0%	-2,4%
DAYC4	4T07	Itaú Corretora	Médio	Em linha	-2,1%	0,3%
DAYC4	4T07	UBS Pactual	Ruim	Em linha	-2,1%	0,3%
DAYC4	4T07	Goldman Sachs	Médio	Em linha	-2,1%	0,3%
DAYC4	1T08	UBS Pactual	Ruim	Em linha	-2,6%	12,6%
DAYC4	1T08	Goldman Sachs	Médio	Em linha	-2,6%	12,6%
DAYC4	1T08	Bradesco Corretora	Médio	Em linha	-2,6%	12,6%
BPNM4	4T07	Itaú Corretora	Bom	Acima	3,7%	2,4%
BPNM4	1T08	Itaú Corretora	Médio	Em linha	0,1%	2,5%
BPNM4	1T08	Bradesco Corretora	Bom	Acima	0,1%	2,5%
BPNM4	1T08	UBS Pactual	Bom	Acima	0,1%	2,5%
PRBC4	3T07	UBS Pactual	Médio	Abaixo	0,0%	-4,5%
PRBC4	4T07	Itaú Corretora	Médio	Em linha	-5,0%	1,3%
PRBC4	4T07	UBS Pactual	Bom	Acima	-5,0%	1,3%
PRBC4	4T07	CSHG	Bom	Acima	-5,0%	1,3%
PRBC4	1T08	Itaú Corretora	Ruim	Abaixo	-1,1%	-1,8%
PINE4	4T07	Itaú Corretora	Ruim	Em linha	-2,8%	-2,4%
PINE4	4T07	CSHG	Ruim	Abaixo	-2,8%	-2,4%
PINE4	1T08	Itaú Corretora	Ruim	Em linha	0,2%	0,3%
SFSA4	4T07	Itaú Corretora	Médio	Em linha	0,9%	-2,6%
SFSA4	1T08	Itaú Corretora	Ruim	Abaixo	-0,6%	5,9%
SFSA4	1T08	Bradesco Corretora	Ruim	Abaixo	-0,6%	5,9%
SFSA4	1T08	CSHG	Ruim	Abaixo	-0,6%	5,9%

Fonte: Respectivas corretoras mobiliárias, Economática. Elaboração própria.

Ao todo foram compiladas 43 observações. Em 17 delas pelo menos uma das qualificações “bom” ou “acima das projeções” apareceu. Dessas 17 observações, somente em 3 a ação apresentou retorno positivo nos dias D e D+1; em 3 observações apresentou retorno positivo somente em D; em 5 observações apresentou retorno positivo somente em D+1; e em 6 observações o retorno foi negativo em ambos os dias. Outra forma de interpretar esses números é a seguinte: das 17 observações que foram qualificadas positivamente pelos analistas, houve mais retornos negativos nos dois dias (6) do que retornos positivos nos dois dias (3).

Do outro lado, as qualificações “ruim” ou “abaixo das projeções” apareceram 14 vezes. Destas, em 5 a ação apresentou variações negativas em D; em 3 observações a ação apresentou retorno negativo em D+1; quedas em ambos os dias aconteceram em 5; e alta nos dois dias aconteceu em somente 1 observação. Neste caso os resultados empíricos fizeram mais sentido: houve mais observações em que a ação respondeu como esperado (com queda) nos dois dias (5) do que observações em que a ação respondeu de maneira inesperada nos dois dias (1).

A conclusão que podemos retirar é que os resultados desta amostra não confirmam a hipótese de que a divulgação dos resultados financeiros é um *trigger* para as ações. Não houve correlação significativa, como foi mostrado, entre a nota atribuída pelos analistas e a performance das ações nos dias de divulgação ou nos dias subsequentes às divulgações.

Conclusão

Fazendo um apanhado dos resultados dos testes do capítulo anterior, chegamos à conclusão geral de que o único evento ao qual as ações reagiram de forma satisfatória foi as mudanças nas regras de contabilização das operações de cessão de crédito. Ainda assim, esta conclusão não é de todo inquestionável, uma vez que a metodologia de análise utilizada admite resultados que podem estar contaminados por outros efeitos que não os do evento em questão.

Com efeito, qualquer que fosse a metodologia de análise empregada, ela não estaria isenta de contaminações diversas, somente pelo fato de que o mercado de ações é um ambiente repleto de incertezas, assimetrias de informação e, portanto, gerador de custos de transação aos agentes nele envolvidos. Isto, por si só, inviabiliza resultados livres da influência de fatores psicológicos, e de expectativas dos agentes, que não se ligam aos fundamentos das companhias.

Expurgando este componente emocional, intrínseco a qualquer análise de comportamento dos investidores diante de eventos que impactem diretamente seu portfólio, resta ainda outro componente, que se relaciona à escolha da metodologia específica adotada nesta monografia.

Este componente compreende algumas limitações. A primeira delas se relaciona ao fato de que não se estão levando em conta na análise as condições de liquidez internacional. Isto pode implicar o comprometimento na mensuração da resposta das ações aos eventos em questão. Em outras palavras, podem ter ocorrido em alguma das datas que foram analisadas especificamente, eventos nos mercados internacionais – de fato a corrente de notícias de bancos norte-americanos e europeus que vêm sofrendo os efeitos da crise do *subprime* tem sido muito negativa aos mercados globais – que indiretamente afetaram o desempenho das ações dos bancos médios. Esta hipótese ganha força quando voltamos à tabela 6 (capítulo 3) e observamos quão forte é a presença do investidor estrangeiro na base acionária dos bancos médios.

Outra limitação da metodologia empregada está no fato de que a hipótese (A) considera três eventos que deveriam impactar negativamente as ações, e nenhum que deveria ter impacto positivo. Seria interessante observar o comportamento dos

investidores diante de uma mudança no ambiente regulatório que fosse positiva para o setor. Isto não foi possível simplesmente pelo fato de que não houve, durante o período analisado, notícia positiva alguma importante o suficiente para se tornar objeto de análise.

Apesar de tais limitações, os testes empregados têm seus méritos, como a abrangência, uma vez que o grande número de bancos estudados – foram 10 ao todo – não nos deixa chegar a conclusões enviesadas por efeito de uma amostra pequena; além do fato de que foram utilizadas 43 observações para a análise dos resultados financeiros, também uma amostra suficiente para se chegar a um resultado significativo. O exame dos volumes negociados é também importante, pois pode-se, através dele, ignorar ou reforçar as conclusões obtidas previamente.

A conclusão geral desta monografia é que apesar da boa performance operacional dos bancos médios durante o período analisado – prova disso é o rápido e sólido crescimento desde o IPO entre todos de maneira geral –, propiciada pelo ambiente macroeconômico e pelas condições de liquidez internacional favoráveis (as condições favoráveis de liquidez possibilitaram a realização dos IPOs, sem os quais o ritmo acelerado de crescimento não poderia ser viabilizado), as ações dos bancos médios não refletiram este bom desempenho, como mostramos na tabela 6. Pelo contrário, o setor foi batido pelo Ibovespa, registrando em alguns casos até destruição de valor desde a abertura de capital.

Acreditamos que isto se deve aos seguintes fatores, de acordo com os momentos distintos:

- De agosto até o final de 2007: sentimento de *risk aversion* entre os investidores estrangeiros devido ao fluxo de notícias ruins dos bancos dos EUA e Europa, fruto dos efeitos defasados da crise do *subprime*; alguns desapontamentos entre os investidores devido ao não atingimento dos *guidances* pré-estabelecidos pelos bancos, já que muitas vezes eles foram demasiado agressivos; desconfiança entre os investidores em relação a um setor estreado na bolsa.
- Do início de 2008 até o final do primeiro trimestre: agravamento da situação do setor financeiro no cenário internacional; temor em relação a

uma recessão da economia norte-americana; no plano interno, piora no cenário da inflação levando ao início de um ciclo de aperto monetário e curva de juros indicando perspectivas de elevação da taxa básica ao patamar dos 15% até o final de 2008: como foi observado no capítulo 2, assumimos que o mercado considera mais negativa a elevação dos juros para os bancos médios do que para os grandes, em função do encarecimento do *funding*, a principal vulnerabilidade daqueles bancos; crédito consignado arrefecendo e estabilizando em taxas de crescimento nos mesmos patamares de outras linhas; risco crescente de uma intervenção do governo com o intuito de refrear a expansão do crédito a veículos; demanda de crédito para empresas de *middle market* altamente sensível ao aumento da taxa de juros, já que a contenção da demanda agregada atinge primeiramente o setor produtivo da economia.

Outro fator importante é o fato de que a grande oferta de IPOs em 2007 dificultou o trabalho de cobertura dos analistas, que acabaram muitas vezes deixando de lado os bancos médios para se dedicarem a *market caps* maiores. Isto fez com que a divulgação dos bancos médios entre os investidores estrangeiros e mesmos locais fosse limitada.

O mau desempenho das ações é, portanto, justificável na visão desta monografia. As perspectivas de médio prazo para os bancos médios, no geral, de fato não são as melhores, principalmente tendo em vista o atual ciclo de aperto monetário. Aqueles que são menos diversificados correm os maiores riscos e suas ações refletem esta maior exposição. Uma onda de fusões e aquisições no setor é perfeitamente plausível e, na nossa visão, provável a partir de 2009.

Referências Bibliográficas

- CINTRA, M. A. M (2006) – “*A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005*” – Política Econômica em Foco, nº 7 – nov. 2005 / abr. 2006, Seção X;
- MCM Consultores Associados – *Carta Semanal – Economia* – 15; Semana até 08 de Abril de 2008;
- Credit Suisse Brasil - Macro Brasil – “*Projetamos menor expansão do crédito e maior inadimplência em 2008*”, Emerging Markets Research Brasil, 17 de Abril de 2008;
- Tendências Consultoria Integrada – *Relatório Especial*, 19 de Março de 2008;
- Brazilian Banks 05/06/2007 – Equity Research - Credit Suisse First Boston;
- Bradesco Corretora - BANKING (ABCB4, BICB4, SFSA4, DAYC4) - Initiation of Coverage: "SME-Focused Banks: A Slice for Everyone"; Carlos Firetti;
- Itaú Corretora - Itaú on Banks: Pick and Choose – 15/02/2008;
- Credit research - Corporate Credit – Dresdner Kleinwort – 14 April 2008;
- Software *Economática*;
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – www.cvm.gov.br;
- Banco Central do Brasil (Bacen) – www.bcb.gov.br;
- Dataprev – www.dataprev.gov.br;
- Divulgação de resultados nos sites dos bancos;
- Estimativas corretoras: Itaú Corretora, UBS Pactual, Santander Brasil, Credit Suisse Brasil, Bradesco Corretora, Goldman Sachs;
- Jornal Valor Econômico – artigos diversos.