

Parcelado

Ao longo deste ano, artigos na imprensa internacional argumentaram que o Brasil estaria se encaminhando na direção de uma crise financeira tipo *subprime*, a exemplo do que ocorreu nos Estados Unidos. Como o crédito no país cresce a taxas aceleradas nos últimos anos, o sinal de alerta teria sido emitido pela trajetória “exorbitante” do endividamento privado. Publicadas em veículos respeitados, as matérias repercutiram¹.

Da nossa parte, temos acompanhado de perto o desdobramento das discussões. O assunto é da maior relevância, não apenas pelo impacto que um evento desta natureza pode causar na economia e, em decorrência, em nossa carteira de investimentos, mas também porque temos um investimento importante no banco Itaú Unibanco, protagonista direto deste tema do crédito no país. Diante disso, achamos oportuno escrever sobre a questão. Não apenas sob a ótica macro, predominante nas análises, mas também a partir do nosso viés micro.

A exemplo de outros participantes do mercado que já tiveram oportunidade de se expressar, cultivamos opiniões divergentes daquelas sugeridas pelos articulistas que deram início à polêmica. A idéia aqui é a de sintetizar e ordenar estes comentários e reflexões. Para tanto, re-produzimos os argumentos das boas análises já disponíveis, coletamos subsídios empíricos de diversos estudos já publicados², perscrutamos as fontes de dados primários, inquirimos executivos e especialistas e, finalmente, destilamos todas estas impressões e informações no filtro das nossas discussões internas.

Basicamente, o argumento das matérias na imprensa se constrói da seguinte forma:

- No Brasil, a combinação de uma expansão rápida do crédito interno e de taxas de juros elevadas produz no consumidor o efeito perverso do comprometimento excessivo de sua renda com o serviço da dívida. O brasileiro compromete cerca de 24% da sua renda anual com o pagamento de dívidas. Na crise financeira dos Estados Unidos, o consumidor americano ‘explodiu’ com um comprometimento de apenas 14% da renda.
- Com os indicadores de crédito sob estresse, o Brasil estaria se aproximando de uma crise tipo *subprime*, a exemplo dos Estados Unidos.

- A evidência da trajetória de colisão do sistema chega através do aumento da inadimplência, melhor indicador da saturação da capacidade financeira das famílias.
- A bolha de crédito ameaça a solidez do nosso sistema financeiro e bancário. Prova disso, são as evidências recentes de que os bancos menores estariam em dificuldades.

Encontramos problemas em cada uma das colocações acima. Na nossa visão, parecem inferências apressadas que não resistem a uma análise mais criteriosa. Nossa idéia inicial era a de simplesmente rebatê-las numa argumentação rápida. Não conseguimos. O texto ficou longo demais e resolvemos ‘parcelar’ o material em duas Cartas, a fim de manter o padrão de tamanho que vimos seguindo. Assim, nesta, arriscamos alguns comentários sobre a natureza da crise americana para, em seguida, traçarmos um paralelo com a realidade do crédito aqui no Brasil. Na próxima, analisamos os fundamentos da estabilidade do nosso sistema bancário e terminamos atualizando nossa visão positiva sobre o investimento no banco Itaú Unibanco. Como os assuntos são conectados, a fim de não perder a seqüência da leitura, preferimos atrasar a primeira, enviando num único correio as duas Cartas juntas.

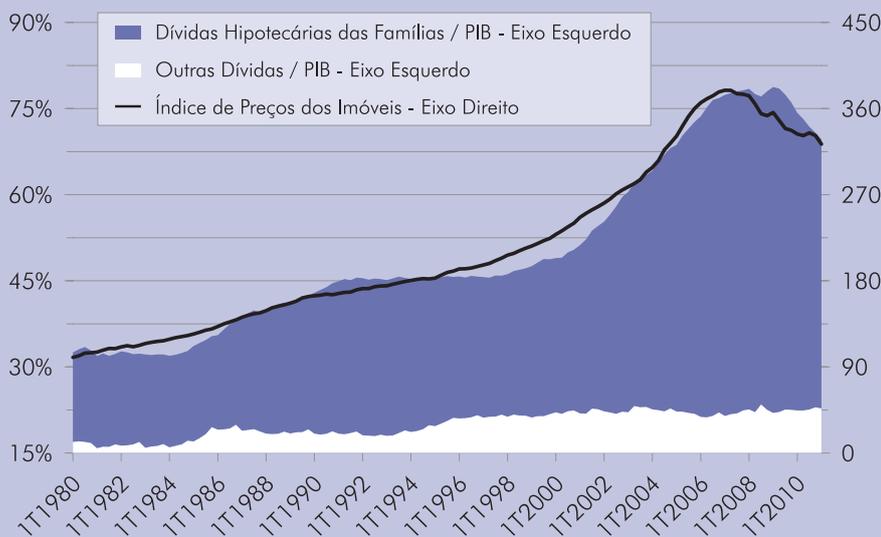
O crédito lá

A tese de que a crise financeira nos Estados Unidos se deu em função de um crescimento insustentável do comprometimento da renda do consumidor está longe de ser um consenso. Diversas análises recentes indicam a queda acentuada dos preços dos imóveis residenciais como a principal causa das dificuldades enfrentadas pelo setor financeiro. Isto porque o crescimento do crédito deu-se na modalidade de empréstimo em contra-partida de ativo, neste caso, a propriedade imobiliária (*lending against property*). Este modelo tornou-se inerentemente refém dos ciclos auto-alimentados de expansão de crédito e valorização do ativo subjacente. O aumento dos preços dos imóveis não apenas produzia um efeito riqueza nos proprietários, mas também permitia-lhes extrair um volume maior de empréstimos deste patrimônio oferecido como colateral. Como o valor do ativo dado em garantia seguia se apreciando, os indivíduos não viam problemas em aumentar suas dívidas hipotecárias. Muitos, inclusive, aproveitaram para dar entrada num segundo imóvel.

Sob o respaldo da experiência histórica, a crença amplamente estabelecida na época era a de que uma queda drástica nos preços dos imóveis em nível nacional seria um acontecimento muito improvável. Nessa visão, seria perfeitamente possível reduzir o risco de crédito secutizando hipotecas originadas em geografias diversas

¹ Marshall, P. Brazil may be heading for a subprime crisis. *Financial Times*, 21.02.2011, e Marshall, P., Rajpal, A. Brazil risks tumbling from boom to bust. *Financial Times*, 04.07.2011.

² Como de costume, as referências bibliográficas completas das fontes citadas podem ser encontradas no nosso site <http://www.dynamo.com.br/narbibliog.asp>



Fonte: Federal Reserve, elaboração Dynamo.

e empacotando-as em um único produto para ser vendido no mercado secundário³. Curiosamente, neste caso, a psicologia típica dos mercados exuberantes, onde prevalece a sensação de que “desta vez é diferente”, veio traduzida na forma “desta vez não há como ser diferente”⁴.

A partir daí a história já é conhecida: uma bolha espiral de preços dos imóveis inflada pelos interesses desalinhados dos agentes envolvidos na originação, empacotamento e certificação das hipotecas, pelo comportamento permissivo dos investidores pouco avessos a risco, pela leniência dos agentes reguladores, pelo excesso de liquidez no sistema com taxas de juros baixas por muito tempo, combinada a uma disseminação sem precedentes de estratégias alavancadas. Quando os preços dos imóveis começaram a cair, o lastro (artificial) do colateral do crédito ruiu, e o efeito riqueza mudou de sinal. O sistema ficou inadimplente, exportando *default* para outros segmentos de mercado.

Como as hipotecas respondem pela maior parte da dívida das famílias americanas, é clara a correlação entre o estoque da dívida das unidades familiares e o comportamento do preço dos imóveis ao longo do tempo (Gráfico 1)⁵.

3 Nos Estados Unidos, os ativos hipotecários negociados no mercado secundário (*mortgage backed securities*) representavam cerca de 60% do estoque de financiamento imobiliário (Keys 2008).

4 Em seu depoimento frente ao Congresso americano, o CEO da Standard & Poors, justificando a atuação de sua companhia, testemunhou: “Por que os ratings dos títulos hipotecários performaram tão mal? Simplesmente, porque nossas premissas sobre os mercados imobiliário e hipotecário na segunda metade desta década não previam o declínio extraordinariamente acentuado que nós assistimos. Apesar de termos assumido, baseado nos dados históricos desde a Grande Depressão, que estes mercados poderiam cair em algum grau, nós e virtualmente todos os demais participantes e observadores do mercado, não esperávamos pelos acontecimentos sem precedentes que ocorreram” (Sharma, 2009).

5 Uma dúvida pertinente é o sentido de causalidade, ou seja, se foi a expansão do crédito que levou ao aumento do preço dos imóveis ou o aumento dos preços das casas que empurrou o crédito. Trata-se de uma questão bastante complexa e os estudos estatísticos encontram evidências nas duas direções. Para Zywicki (2009), elementos macroeconômicos combinados, em especial um ambiente de taxas de juros deprimidas, ajudaram a alimentar a corrida de aumento de preços dos imóveis no início do ciclo. A valorização dos imóveis, por sua vez, turbinou o desempenho de todas as formas de hipotecas, inclusive as subprime.

Mais intrigante e menos comentado é o fato de que ao mesmo tempo em que o estoque da dívida cresce ferozmente no período que antecede à crise, as estatísticas de fluxo, ou seja, de comprometimento da renda das famílias com pagamento de dívidas apresentam oscilações bem mais discretas⁶. Olhando de ponta a ponta, em 1980, o estoque de dívida das famílias americanas sobre o PIB era de 50%, hoje está em 92%. No mesmo período, o percentual de comprometimento da renda com as obrigações financeiras passou de 16,04% para apenas 16,39%. Ou seja, um crescimento sensível no estoque e praticamente insignificante no fluxo. Ora, isso só foi possível por duas razões: i) taxas de juros menores - em 1980, com a inflação elevada, a taxa de juros das hipotecas de 30 anos era de 15,5%, hoje está em 4,8%; ii) grande sofisticação dos instrumentos financeiros do mercado de hipotecas

americano, que se traduziu nesta capacidade singular de extração de renda do imóvel ao longo do tempo, que mencionamos há pouco.

No Gráfico 2, procuramos ilustrar o argumento. Enquanto o total de dívida das famílias dobra no período, com uma aceleração nítida a partir de 2000, o comprometimento de renda, capturado pela estatística FOR, permanece estável. Ao mesmo tempo, vemos a trajetória declinante dos juros, o que ajuda a explicar esta dinâmica estoque-fluxo.

Assim, imputar um sentido de causalidade na afirmativa de que “o consumidor americano ‘explodiu’ quando o serviço da dívida atingiu 14%” parece equivocado⁷. Da mesma forma, quase como corolário, também não se pode dizer que foi o excesso de comprometimento da renda que provocou a onda de inadimplência das hipotecas e de devolução dos imóveis (*foreclosures*). Há vários estudos empíricos de qualidade que apontam nesta direção. Guiso (et alli, 2009) sugere que o principal motivo para os proprietários abandonarem suas casas seria a presença de um *home equity* negativo, ou seja, quando o valor do imóvel cai abaixo do total de dívida por saldar. E isto acontece mesmo que os donos dos imóveis tenham condições de arcar com o pagamento das prestações. Ou seja, novamente, a variável mais importante não é o fluxo das obrigações financeiras das famílias, mas o estoque remanescente de dívida do imóvel, determinada em última instância pelo comportamento do preço da casa. Mesmo na presença de restrições morais e sociais para os indivíduos optarem por um *default* estratégico (não financeiro), é o tamanho do *home equity* negativo o principal ingrediente na decisão do proprietário de abandonar o pagamento das hipotecas. Foote (et alli, 2008) afirma que as evidências do mercado de Massachusetts mostram que “seria improvável que os problemas de fluxo de caixa das unidades familiares, por si só, tivessem causado os abandonos generalizados”, sugerindo que a onda de abandonos na região teria sido provocada pelo

6 DSR (*debt service ratio*) e FOR (*financial obligations ratio*) são estatísticas fornecidas pelo Federal Reserve Board. A primeira consiste no percentual da renda comprometido com os pagamentos remanescentes de hipotecas e nas dívidas do consumo. A segunda acrescenta os arrendamentos de veículos, alugueis, seguros de imóveis e impostos sobre propriedades.

7 O autor provavelmente estava se referindo à estatística DSR. Nós preferimos usar a FOR, por ser mais abrangente.

home equity negativo derivado da queda no preço dos imóveis.

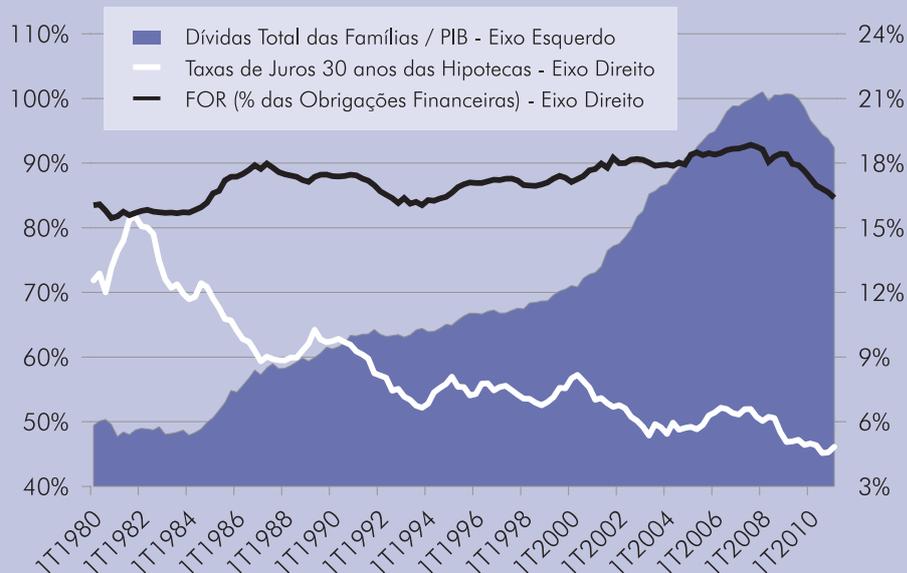
O crédito aqui

Parte importante das confusões embutidas nestas afirmações recentes diz respeito ao mercado brasileiro. Na nossa visão, são analogias simplistas, mostrando desconhecimento da dinâmica e da evolução do sistema financeiro nacional. A atividade bancária apresenta características peculiares. Trata-se de um negócio local e, ao mesmo tempo, nuclear, porque se insere e repercute de forma capilar em toda a economia.

Compreendê-la adequadamente requer uma análise abrangente, que considere o contexto institucional do país, o histórico da formação e do desenvolvimento do setor, a cultura da competição local, a estrutura de controle e o mapeamento dos incentivos de cada *player* relevante, a natureza da intervenção política e o viés da atuação regulatória, o regime fiscal, os padrões de governança corporativa, e por aí vamos. Ignorar tais especificidades locais e simplesmente importar experiências de outras geografias parece arriscado. O paralelo Estados Unidos-Brasil é rico em exemplos.

Desde cedo, o setor bancário no Brasil foi habitado por instituições públicas. A fundação do atual Banco do Brasil remonta a 1853 e a Caixa Econômica Federal iniciou suas atividades em 1867. Já a base 'moderna' do sistema financeiro nacional foi estabelecida pela reforma institucional de 1964/65, quando foram criados o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. Na altura, foi feita uma opção clara pelo modelo financeiro europeu, onde os bancos são o principal agente do sistema, operando em todas as modalidades de intermediação. Outro episódio institucional importante no Brasil foi o Proer/Proes em 1995 (programa de estímulo à reestruturação e fortalecimento do sistema financeiro nacional e estatal), que aumentou os poderes de fiscalização do Banco Central, instituiu fortes penalidades sobre controladores e administradores das instituições financeiras e promoveu o saneamento do sistema através do estímulo à fusão bancária⁸. Ou seja, no que diz respeito à estrutura do sistema financeiro, o Brasil fez escolhas claras: os bancos devem desempenhar um papel importante e o governo, ao mesmo tempo em que regula, participa ativamente do setor através dos bancos públicos. Resultante, talvez não intencional, deste longo histórico

8 Tivemos oportunidade de comentar este assunto, da maior relevância, na Carta *Dynamo* n. 60: "pelas regras do setor, os diretores e conselheiros de empresas financeiras têm seus patrimônios indisponíveis em caso de litígios, prejuízos por gestão imprudente ou pedidos de falência. A regra retroage até cinco anos do fim do mandato do diretor-conselheiro e permanece válida durante todo o período de trâmite do processo judicial, que no Brasil pode demorar uns longos anos. Sem dúvida, o arranjo institucional local, ao impor maior disciplina na condução dos negócios, acabou trazendo mais proteção para os acionistas minoritários das instituições financeiras, o que definitivamente não ocorreu lá fora. Trouxe também, diga-se de passagem, maior proteção aos *players* incumbentes, funcionando de certa forma como barreira à entrada de novos competidores, ao impor penalidades adicionais sobre eventuais tentativas empresariais mal sucedidas.



Fonte: Federal Reserve, elaboração *Dynamo*.

de intervenções se manifesta através desta alta concentração do nosso mercado bancário.

Nos Estados Unidos, as opções políticas parecem ter sido opostas. A substância da intervenção no sistema financeiro americano foi, desde cedo, predominantemente na direção de limitar o tamanho das instituições financeiras. Assim foram, por exemplo, o McFadden Act (1927) que limitou os bancos nacionais a abrirem agências apenas em seus Estados de origem e o Glass-Steagall Act (1934) que obrigou formalmente a separação entre atividades comerciais e de investimentos. Na interpretação de Mark Roe (1994): "A fragmentação das finanças deve então ser vista não como um acidente na história, mas como uma parte necessária do governo e da sociedade americana. (...) Meu ponto é que através da política os Estados Unidos escolheram fragmentar as instituições financeiras". Assim, não por acaso, o sistema financeiro americano caracteriza-se por uma grande fragmentação. Os bancos comerciais são regionais e os bancos de investimento competem com inúmeros outros tipos de intermediários financeiros.

Foi apenas no final dos anos 80, com o movimento de desregulação, que o setor bancário americano experimentou maior liberdade de ação. Diversas restrições anteriores foram removidas, como por exemplo, a partir do Riegle-Neal Act de 1994, quando foram permitidas aquisições inter-estaduais de instituições. Recentemente, como resposta à crise financeira, chegamos até a assistir uma atuação do FED mais ativa no sentido de permitir maior concentração bancária, como por exemplo, nas transações entre Wells Fargo-Wachovia e JP Morgan-Wamu. Mas mesmo com a onda de fusões bancárias, foram cerca de 11.500 no período entre 1980-2005 (cfr. D'Arista 2009), o setor bancário nos Estados Unidos ainda é bastante fragmentado. Os cinco maiores bancos detêm 37% dos depósitos, enquanto que no Brasil os cinco maiores bancos comerciais, três privados (Bradesco, Itaú Unibanco e Santander) e dois públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal), possuem 76% dos depósitos.

A concentração da intermediação financeira no Brasil facilita o controle e a fiscalização do Banco Central (Bacen). Verticalizados, os bancos oferecem um portfólio extenso de produtos financeiros aos diversos tipos de clientes. Numa única transação de cartão de crédito,

TABELA 1

	Veículos	Consignado	Imobiliário	Cartão de Crédito Rotativo	Cheque Especial	Empréstimo Pessoal sem Consignação
% Dívida das Famílias	18%	18%	17%	4%	4%	9%
Taxa de Juros	30%	28%	13%	205%	185%	50%
Perda	5%	3%	1%	57%	24%	11%
Prazo (dias)	559	569	4.443	31	22	569

Fonte: Bacen, Dynamo.

por exemplo, estes bancos grandes podem desempenhar o papel de emissor, bandeira, adquirente, financiador do estabelecimento comercial, domicílio bancário do correntista e do varejista/prestador de serviço. Neste caso, o banco tem controle total da operação de ponta a ponta, sendo remunerado por cada etapa, além de capturar as eventuais sinergias e ganhos de escala ao longo da cadeia, bem como acumular inteligência sobre o grande volume de informações que trafega pelo seu sistema⁹. Esta visão orgânica e panorâmica do setor coloca os bancos grandes numa posição privilegiada para desenvolver produtos/serviços ou mesmo estimular novos padrões de comportamento. Por exemplo, as vendas parceladas sem juros no cartão de crédito. Uma inovação do mercado local, prática hoje amplamente disseminada no varejo, que permitiu mudanças no perfil de consumo do portador de cartão de crédito aumentando apenas marginalmente o risco para o banco. Com o mesmo limite de crédito já pré-aprovado, o cliente avança seus gastos, sendo financiado, em última instância, pelo varejista. Este, por sua vez, frequentemente retorna à instituição financeira para descontar o recebível da venda no cartão, a fim de fazer frente às suas necessidades de capital de giro. Ou seja, nesta mecânica criativa, o próprio *exposure* dos bancos aos portadores de cartão se transforma em colateral para o varejista tomar crédito, permitindo assim às instituições financeiras o auferimento de uma receita adicional.

Este domínio do ciclo financeiro composto com o conhecimento do perfil do cliente e do seu *behaviour* financeiro, permite ao banco uma melhor calibragem da carteira de crédito. Daí a capacidade de segmentação nas condições de empréstimo, traduzidas em taxas de juros ajustadas para cada categoria. Parte dos *spreads* elevados no Brasil deve ser entendida neste contexto, como um reflexo da diligência técnica do sistema ajustando o preço do dinheiro em função do perfil de risco de cada modalidade¹⁰. A Tabela 1 ilustra o argumento:

9 Vale lembrar, legado de um longo período de inflação elevada, os bancos no Brasil tiveram que investir pesadamente em tecnologia e hoje são reconhecidos pela qualidade de seus sistemas de informação.

10 A convivência pacífica do país com taxas de juros elevadas por muito tempo é um tema intrigante, da maior relevância, mas que foge ao escopo desta Carta. Há inúmeras variáveis candidatas a explicar o enigma. Do lado macro: inflação, prêmio de risco, atividade econômica. A nível micro setorial: inadimplência, custos administrativos (suposta menor eficiência dos bancos públicos), encargos e impostos, entre outras. Explicações mais prosaicas podem ser lembradas, como talvez um padrão de preferências intertemporais incomum do brasileiro, com raízes sócio-culturais ou mesmo pelo efeito de moral hazard da inflação que, no passado, acabava resolvendo *ex post* o problema da irresponsabilidade financeira dos devedores.

A visão de que o crédito no Brasil “está sendo empurrado pelos bancos em taxas tão elevadas que os consumidores não terão condições de quitar suas dívidas”¹¹ parece não compreender esta realidade. Taxas mais elevadas trazem exatamente esta disciplina ao sistema, garantindo que o risco esteja sendo adequa-

mente precificado. Bolhas de crédito e crises bancárias geralmente resultam de longos períodos de precificação de risco equivocada por parte dos provedores de capital. E estes excessos costumam se transmitir sob um regime permissivo de juros baixos, realidade que há muito não experimentamos no Brasil.

Justamente pelo fato de que a inadimplência nos empréstimos rotativos, cartão de crédito e cheques especiais, mostra-se historicamente alta no Brasil, os bancos cobram taxas de juros elevadas nestes segmentos. E este risco desproporcionalmente maior nestas categorias acaba distorcendo as taxas médias do crédito ao consumidor. Só como exercício hipotético, se retirarmos estes dois segmentos de *duration* muito baixas, entre 20 e 35 dias, que normalmente são utilizados para fazer frente a necessidades pontuais de crédito, a taxa média ponderada pelo volume cai de 47% para 30%. Outra forma de olhar seria imaginar o que aconteceria se as pessoas físicas no Brasil deixassem de usar o crédito rotativo (cartão de crédito e cheque especial) e passassem a custear seus gastos com o crédito regular ao consumidor, prática esta, diga-se de passagem, que alguns bancos já estão começando a estimular. Só isso representaria uma economia de 15% do comprometimento médio dos salários (cfr. Gartner et al, 2011).

É fato que a expansão recente do crédito no Brasil se dá num ritmo acelerado, um crescimento anual de 22% desde 2003, o que por si só levanta dúvidas sobre sua sustentação. Mas é preciso qualificar as estatísticas isoladas. O avanço do crédito vem acompanhado de algumas tendências estruturais positivas (gráfico 3): melhorias institucionais importantes que permitiram uma expansão da base em modalidades de menor risco, linhas de prazo (*duration*) mais longas e *spreads* declinantes, entre outras medidas a caminho¹², tudo isso num ambiente de ganhos reais de renda, de mercado de trabalho aquecido, formalização do emprego, bancarização e estabilidade macroeconômica. Daí que embora o total de dívida das famílias no Brasil esteja aumentando, o comprometimento da renda com o serviço desta dívida tem avançado num ritmo bem mais lento, permanecendo em torno de 24% desde 2004.¹³

11 Marshall, nota 1, FT 04.07.2011.

12 O *bureau positivo* para pessoa física foi instituído por medida provisória em dezembro de 2010 e, quando implementado, deverá contribuir para reduzir a assimetria de informação no sistema.

13 A própria estatística de comprometimento da renda no Brasil deve ser ajustada para a nossa realidade, onde parte importante da população não tem acesso bancário e o nível de informalidade da economia ainda é alto. Além disso, há questões técnicas na metodologia desta métrica que não considera, por exemplo, as receitas de juros, dividendos e aluguéis. Por outro lado, também não são incluídos os gastos em cartões de crédito na modalidade de parcelado sem juros, nem o pagamento do principal do crédito rotativo.

Alguns exemplos ajudam a ilustrar o argumento da melhoria institucional. Em 1997, através da lei 9.514, foi criada no Brasil o instituto da "alienação fiduciária" que permite ao credor a retomada do imóvel em caso de inadimplência. Quando as primeiras decisões judiciais endossaram na prática a intenção da lei, os bancos privados entraram de vez no mercado de financiamento de imóveis. É bem verdade que o período coincidiu com a redução das taxas de juros, mas o fato é que, em pouco mais de uma década, este mercado antes praticamente inexistente, já responde por 17% da dívida total das famílias, ou cerca de 4,2% do PIB¹⁴.

Outro marco legal foi a aprovação pelo congresso nacional, em 2003, da legislação que regula o crédito consignado, onde a quitação da obrigação se dá pela dedução direta na folha salarial. Na prática, o risco associado a este tipo de crédito se transfere para o emprego e não mais depende tão somente do *behaviour* do tomador. Não por outra razão, cerca de 85% deste tipo de empréstimo é concedido aos funcionários públicos, muitos com estabilidade contratual assegurada. A inadimplência média deste grupo é da ordem de 3%, contra 11% dos demais empréstimos pessoais sem a garantia do contra-cheque. O crédito consignado representa hoje cerca de 18% do total do crédito ao consumidor (sem imobiliário)¹⁵.

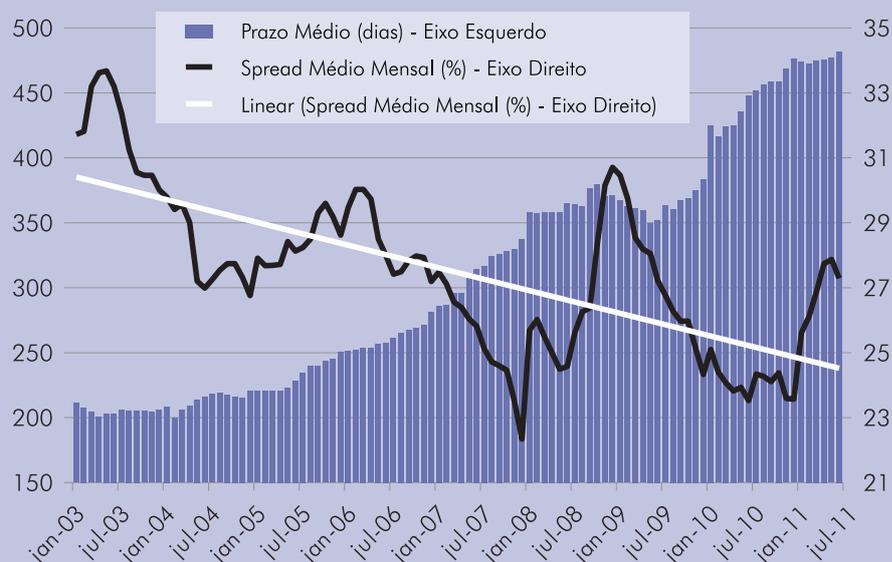
O segmento de financiamento de veículos também decolou a partir de um instituto legal. No âmbito da reforma do código civil brasileiro em 2002, foram expedidas normas relativas à alienação fiduciária de veículos, bem como regras de certificação de registro que permitiram o controle eletrônico da procedência e da situação jurídica deste bem fungível. De lá pra cá, o volume de financiamento de veículos saltou de R\$ 26 bilhões para R\$ 158 bilhões, representando hoje 18% do crédito total, com taxas de inadimplência relativamente baixas.

No período de 2007 a 2010, 68% do crescimento do crédito a pessoa física no Brasil foi gerado nestes três segmentos mencionados acima, consignado, veículos e habitacional. Não por acaso, precisamente onde ocorreram os aprimoramentos institucionais mais expressivos.

A crise financeira dos Estados Unidos, alimentada pelo preço crescente dos ativos imobiliários, teve sua origem nas engrenagens específicas do mercado hipotecário americano, movimentadas por um

¹⁴ Fato que ilustra e corrobora a tese de que a expansão do crédito está geralmente associada ao "poder dos credores", ao seja, ao amparo institucional que ajuda a trazer conforto ao ofertante de crédito (Djankov 2005).

¹⁵ Como o mercado de trabalho no Brasil encontra-se aquecido e não há sinais de arrefecimento no horizonte, o crédito lastreado no emprego é boa notícia. Mas vale lembrar que o emprego no Brasil vem acompanhado de vários benefícios assistenciais e previdenciários. Sendo assim, o desemprego traz um impacto duplamente negativo: a perda de renda e o aumento dos gastos, a fim de manter o mesmo nível de benefícios.



Fonte: Bacen, elaboração Dynamo.

desenho de incentivos perverso entre os diversos atores da cadeia. No Brasil, é bem verdade, o crédito segue se expandindo a taxas elevadas, mas os fundamentos e a dinâmica deste crescimento parecem assentadas em bases saudáveis. Nesta Carta, procuramos situar rapidamente o contexto histórico do nosso setor bancário, ilustrar algumas práticas peculiares que temos por aqui, como o parcelado sem juros, assim como lembrar os avanços institucionais recentes do nosso mercado de crédito, enfatizando as diferenças entre os modelos dos dois países. Na próxima, aprofundamos a análise, apresentando as razões pelas quais não acreditamos que o Brasil esteja a caminho de uma crise bancária ou na vizinhança de uma bolha de crédito. No final, aproveitando o contexto, atualizamos nossa visão sobre o investimento no banco Itaú Unibanco.

Rio de Janeiro, 26 de agosto de 2011.

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até julho de 2011

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	161,6%	74,9%	69,8%
36 meses	54,2%	-4,6%	-4,2%
24 meses	73,9%	23,9%	20,7%
12 meses	22,8%	6,6%	0,2%
No ano	-2,0%	-9,9%	-15,4%

Valor da cota em 30/07/2011 = R\$ 295,701875517

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	9,1%	9,1%	11,1%	11,1%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	58,6%	76,2%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-13,5%	52,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	133,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,4%	213,8%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,4%	93,3%
1999	104,6%	1.001,2%	116,5%	184,7%	69,5%	227,6%
2000	3,0%	1.034,5%	-2,6%	177,2%	-18,1%	168,3%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-24,0%	104,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-46,0%	10,1%
2003	93,9%	1.798,5%	145,2%	369,9%	141,0%	165,4%
2004	64,4%	3.020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	240,2%
2005	41,2%	4.305,5%	30,8%	790,7%	44,1%	390,2%
2006	49,8%	6.498,3%	43,2%	1.175,8%	46,4%	617,7%
2007	59,7%	10.436,6%	68,4%	2.048,7%	73,4%	1.144,6%
2008	-47,1%	5.470,1%	-50,1%	973,3%	-55,5%	453,7%
2009	143,7%	13.472,6%	151,9%	2.603,3%	144,0%	1.250,7%
2010	28,1%	17.282,0%	15,2%	3.013,2%	6,2%	1.334,5%

2011	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	Desde 01/09/93	No Mês	Desde 01/09/93	No Mês	Desde 01/09/93
JAN	-4,8%	16.456,3%	-2,2%	2.946,5%	-4,0%	1.276,5%
FEV	2,9%	16.940,3%	0,3%	2.955,9%	1,3%	1.293,7%
MAR	7,7%	18.255,9%	4,1%	3.081,0%	4,0%	1.349,7%
ABR	3,4%	18.871,4%	2,6%	3.163,0%	-0,2%	1.347,4%
MAI	0,4%	18.941,9%	-0,8%	3.135,9%	-3,1%	1.302,0%
JUN	-0,5%	18.842,8%	-2,3%	3.060,0%	-1,9%	1.275,3%
JUL	-3,7%	18.136,5%	-5,0%	2.901,8%	-5,6%	1.198,7%
No Ano	4,9%	18.136,5%	-3,6%	2.901,8%	-9,5%	1.198,7%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.450.798.763,00

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720