

Carta 13 - 2015

Buscando um novo ponto de equilíbrio

Somos uma gestora de ações focada nas empresas e seus aspectos microeconômicos, o famoso conceito *bottom-up*. No entanto, acreditamos que não podemos deixar de ter uma visão holística, com perspectiva histórica e de nos indagar se o nível de atividade de uma empresa ou setor é sustentável. Nesta carta buscamos descrever e exemplificar alguns setores que foram “turbinados” tanto pela conjuntura econômica quanto por políticas públicas favoráveis. Temos um grande desconforto em relação ao tamanho da correção que tais setores podem sofrer em um quadro recessivo que consensualmente iremos atravessar.

É inegável que o Brasil se beneficiou, desde 2004, de ventos externos muito favoráveis. Os termos de troca do país melhoraram consistentemente com o grande impulso da China e o mundo, até a crise de 2008, crescia de forma bastante vigorosa.

Aliado a isso, o quadro político estável também ajudou muito. Com a manutenção do tripé econômico no início do Governo Lula dissipou-se um risco latente que assombrara os investidores por anos: o Governo petista parecia menos populista e mais favorável à iniciativa privada do que se temia.

O segundo Governo FHC e o primeiro Governo Lula também tiveram a competência de implementar uma série de reformas macro e microeconômicas que ajudaram a sedimentar um quadro institucional estável e propiciaram o crescimento do país e a almejada estabilidade econômica. Dentre essas medidas destacamos por ordem cronológica:

- a) Adoção do câmbio flutuante e regime de metas de inflação;
- b) Lei de responsabilidade fiscal;
- c) Instituição do crédito consignado;
- d) Nova lei de falências;
- e) Adoção no Governo Lula de medidas que fomentaram a construção civil, como o aperfeiçoamento da alienação fiduciária no segmento imobiliário e criação do regime tributário de patrimônio de afetação para o segmento;

Somaram-se às reformas um movimento de maior formalização da economia que foi possível graças à adoção de medidas com efeitos relevantes no combate à sonegação, como a substituição tributária e a nota fiscal eletrônica. Nesse contexto, foi possível que a economia brasileira se desenvolvesse e a arrecadação do Governo crescesse de forma ainda mais acelerada.

Tudo isso resultou em um período de forte aumento da massa salarial que foi potencializado pelos benefícios do bônus demográfico.

O avanço do poder de consumo já seria relevante pelo exposto acima, mas o consumidor brasileiro recebeu ainda um impulso extraordinário: a expansão sem precedente do crédito que será detalhada logo abaixo.

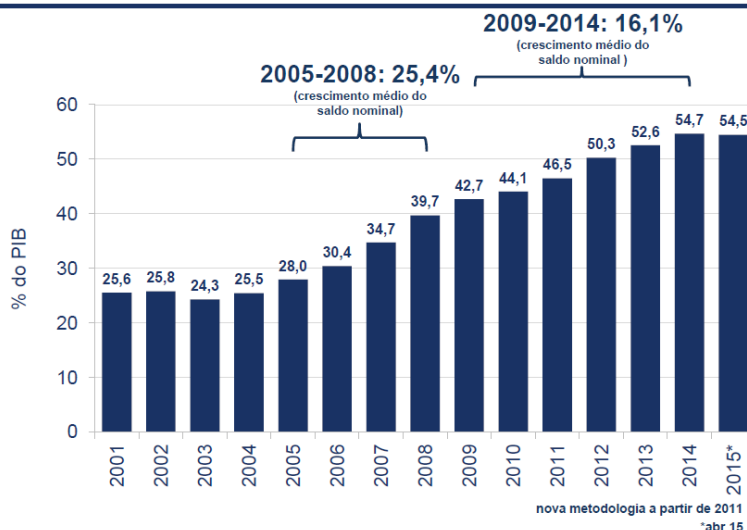
Mais recentemente, após o segundo mandato de Lula e intensificado pela crise de 2008, o Estado brasileiro passou a intervir mais ativamente na economia brasileira, adotando medidas de desonerações setoriais, aumento de subsídios via BNDES e uma série de novos programas sociais como MCMV (Minha Casa Minha Vida) e o FIES (Financiamento Estudantil). Essas medidas não apenas comprometeram nossa situação fiscal como também agravaram as “bolhas” no nível de atividade de certos setores beneficiados.

Nas páginas que se seguem, detalharemos alguns dos setores que, mesmo depois de já haverem sofrido algum ajuste, atualmente ainda apresentam patamar de vendas muito superior ao de sua evolução histórica, ou mesmo, do comportamento verificável em outras geografias. Começaremos pelo setor financeiro e a expansão do crédito ao consumo, avançaremos pelos setores da construção civil e de veículos, para então descrever nossa visão sobre o setor de educação superior.

Expansão do crédito no Brasil

Um dos setores que mais chama atenção pela velocidade da expansão apresentada durante os últimos 12 anos foi o mercado de crédito ao consumidor. Muito se fala dos potenciais riscos diretos dessa expansão, com risco para o sistema bancário nacional, mas a atenção é bem mais reduzida aos efeitos secundários que a expansão do crédito, e seu consequente impulso de consumo, proporcionou às famílias brasileiras.

Crédito / PIB

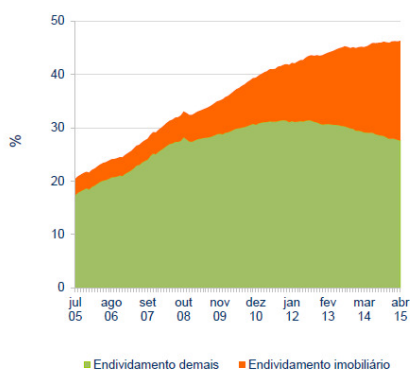


Fonte: Banco Central do Brasil

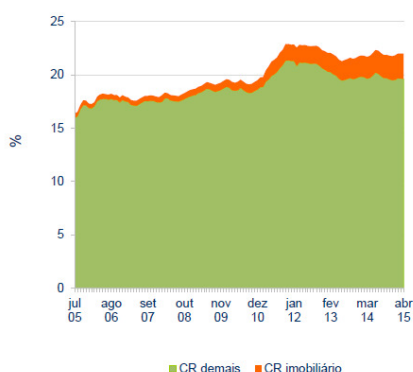
Conforme comentamos na introdução, durante os anos 2000 a população colheu os frutos de uma economia que foi organizada ao longo do final dos anos 90, mas além disso recebeu o impulso adicional da evolução extremamente positiva da economia mundial.

Evolução do Endividamento

Endividamento das Famílias

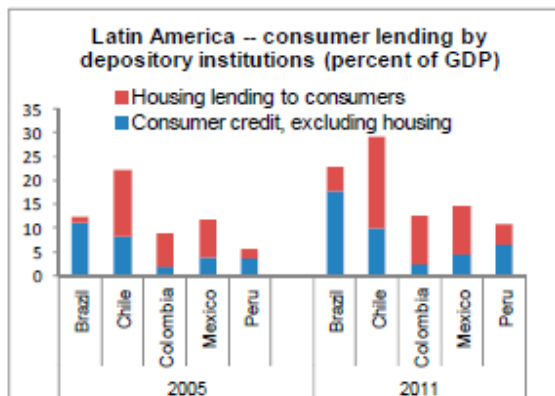


Comprometimento de Renda das Famílias



Fonte: Banco Central do Brasil

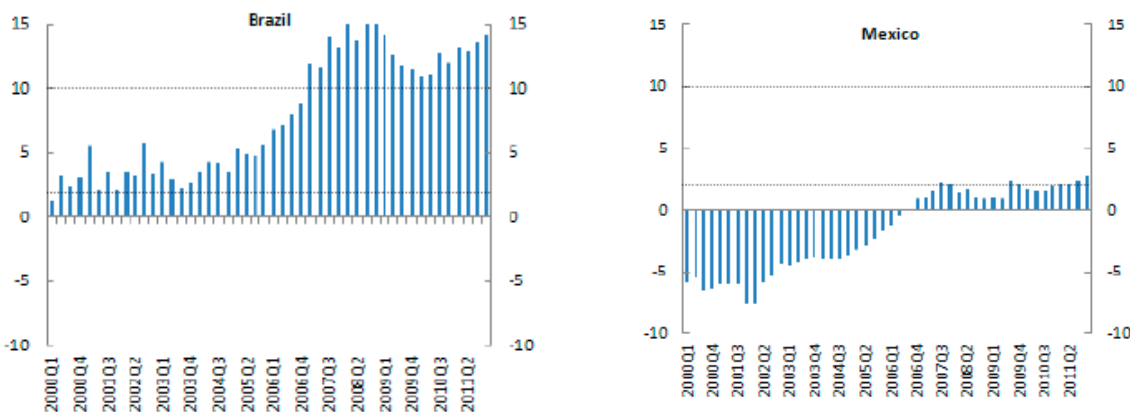
Com um cenário econômico mais previsível, contas públicas e inflação sob controle, e algumas reformas microeconômicas muito importantes, o sistema financeiro nacional passou a se expandir a taxas extremamente elevadas. Partindo de um endividamento razoável para a renda per capita, subimos para um nível bastante elevado, conforme pode ser verificado nos gráficos abaixo, retirados do artigo publicado em 2012 pelo FMI, “Credit Growth in Latin America: Financial Development or Credit Boom?”.



Fonte: Fundo Monetário Internacional - FMI

Em um trecho do artigo os autores utilizam um indicador de saúde da expansão do crédito e comparam o *gap* entre o ritmo trimestral de crescimento do crédito e sua tendência normalizada de longo prazo. Quando o indicador se situa entre 2pp e 10pp de diferença, costuma ser um bom indicador para risco elevado de estresse financeiro futuro. No Brasil, passamos mais de 10 anos crescendo acima dos 2pp e pelo menos 5 anos crescendo acima dos 10pp. Para termos de comparação colocamos também o que aconteceu no México durante o mesmo período.

Figure 10: Credit-to-GDP gaps, 2000-2011
(Percentage points)

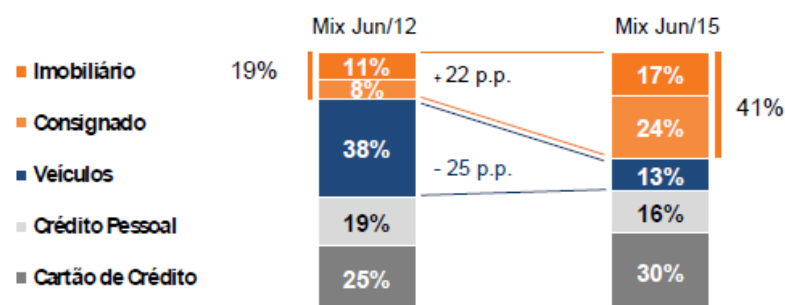


Fonte: International Financial Statistics, World Economic Outlook

Nota: Figura apresenta desvios entre o crédito/PIB trimestral em pontos percentuais e sua tendência de longo prazo, calculada com o filtro HP usando $\lambda = 400,000$. Para maiores informações acessar o documento original ou Drehmann et al. (2011).

Nossos estudos sobre o setor bancário brasileiro focam bastante na avaliação da sustentabilidade desse nível de alavancagem do consumidor e potenciais impactos para inadimplência nos bancos de capital aberto. Resumidamente, acreditamos que principalmente nos bancos privados, houve uma precaução bastante grande ao longo dos últimos 3 anos para melhorar o perfil do seu portfólio de dívida, concentrando as concessões em crédito com boa garantia. A expansão do crédito consignado e do crédito imobiliário foi muito significativa e substituiu a relevância do crédito pessoal sem garantia (“*clean*”) assim como dos créditos com garantias mais frágeis, como o crédito para veículos, conforme evidenciado no gráfico recente de uma apresentação do banco Itaú.

Mudança de mix da carteira pessoa física no Brasil

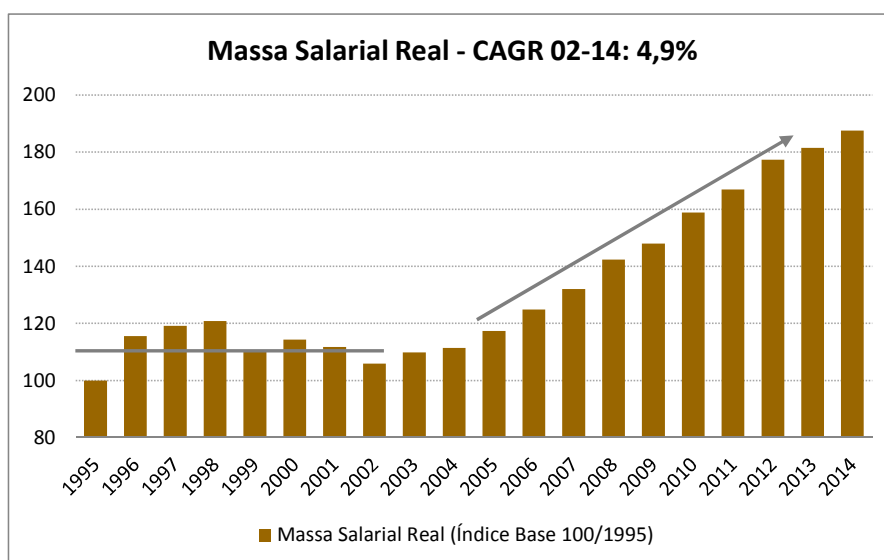


Fonte: Itaú

Nosso objetivo nesta carta não é abordar o risco da elevação da inadimplência porque, apesar de acharmos que isto acontecerá, acreditamos que tanto o Itaú quanto o Bradesco já negociam a um *valuation* que é capaz de absorver tais perdas.

Neste fórum, nosso objetivo é chamar a atenção para como essa expansão muito rápida e significativa do crédito contribuiu para potencializar a capacidade de consumo da população brasileira. Além do vento favorável do crescimento do emprego e da renda, a economia brasileira se beneficiou extraordinariamente de uma expansão muito acelerada do crédito que, mesmo que não sofra grande estresse, dificilmente se expandirá nas taxas que vimos entre os anos 2004 e 2012.

Veremos abaixo que em cada um dos setores analisados encontraremos algumas medidas específicas que serão abordadas como muito relevantes para contribuir com a expansão dos últimos 10 anos. Não obstante, não devemos perder a perspectiva de que o crescimento da massa salarial (representado no gráfico abaixo), alavancada pela expansão do crédito, destravou o acesso ao consumo para um grupo de pessoas muito representativo, a “Nova Classe Média”, que teve boa parte de sua demanda reprimida atendida ao longo desses anos.



Fonte: IBGE, PME (Metodologia Antiga 1994-2002 / Nova Metodologia 2002-2014)

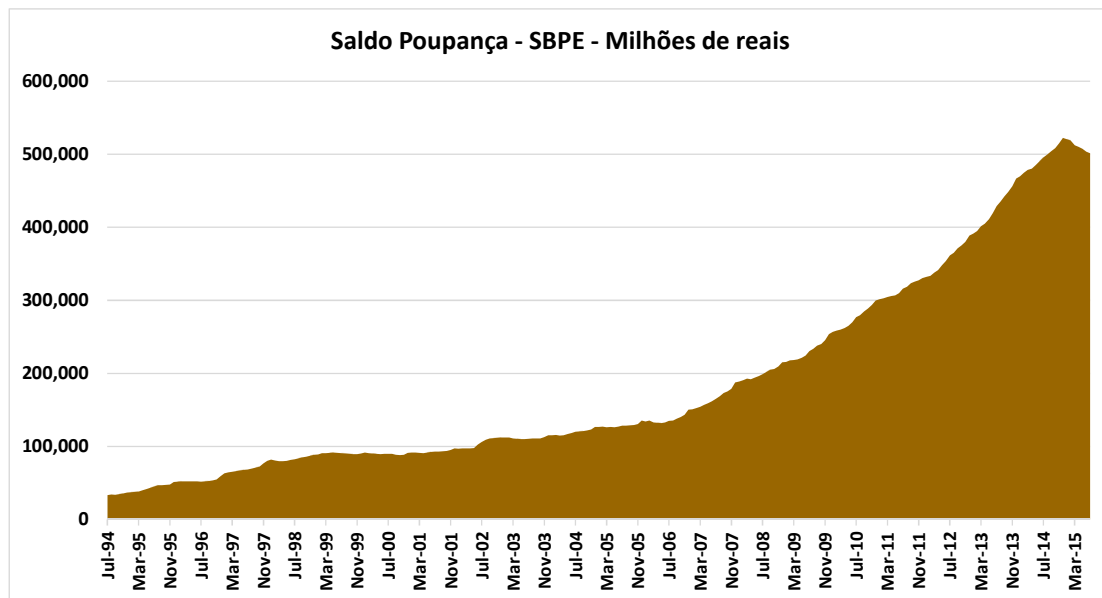
São muitos os números que podemos usar como exemplo para acreditar que *gaps* de consumo ainda justificam o crescimento da demanda verificado recentemente em vários setores, como o déficit habitacional, o baixo índice de automóveis per capita, a logística dependente de rodovia e caminhões, a baixa penetração de universitários na população, mas, parece, como mostraremos a seguir, que os ventos favoráveis nos fizeram andar mais rápido do que seria sustentável e que, sem o impulso dos últimos 10 anos, o crescimento futuro poderá se dar em novas bases, bem mais moderadas.

Mercado imobiliário

O mercado imobiliário brasileiro teve um grande impulso desde 2004. Contribuíram para isso tanto a estabilidade econômica alcançada no primeiro Governo Lula quanto algumas medidas microeconômicas que ajudaram a destravar o financiamento imobiliário. Dentre essas medidas destacamos a alienação fiduciária para imóveis, criada ainda em 1997 e reforçada juridicamente pela Lei 10.931 de 2004 que introduz o art 1.1368-A ao Código Civil, medidas de incentivos fiscais às incorporadoras atuando sob regime de patrimônio de afetação e maior penalidades aos bancos que não cumprissem com a exigibilidade da poupança ao crédito direcionado ao setor (remuneração passou de TR+6% para apenas 80% da TR).

Desde 1966, pelo menos 65% dos recursos de poupança deveriam ser direcionados ao setor imobiliário (ou rural no caso de alguns bancos como o Banco do Brasil). Mas até 2004, grande parte dessa exigibilidade era cumprida com créditos do FCVS (Fundo de Compensação de Variações de Salariais) cuja criação remonta de 1968, pouco após da criação do BNH (Banco Nacional da Habitação). Na sua origem o FCVS serviria para garantir ao mutuário a amortização de sua dívida e funcionava às instituições financeira como um “colchão” de liquidez para eventuais devedores descobertos. Acontece que com os inúmeros subsídios concedidos pelo Governo e o descontrole inflacionário da década de 80 esse fundo ficou com saldo muito negativo e os bancos tiveram que assumir parte da dívida em um prazo muito longo. Após o PROER (programa de socorro aos bancos após o período de hiperinflação) de 1995 os bancos que sobreviveram possuíam em seus balanços um estoque ainda muito relevante de saldo de FCVS que era contabilizado no cálculo da exigibilidade e permitia que os bancos não fossem obrigados a atuar no mercado imobiliário.

No mesmo momento que a poupança crescia, como vemos no gráfico abaixo, o governo, para incentivar recursos para o setor imobiliário, acelerou a amortização desses créditos de FCVS com medidas tomadas nos anos de 2002, 2004 e 2006. Dessa forma, os bancos foram forçados a destinar mais recursos ao setor imobiliário, o que permitiu que o setor crescesse de forma expressiva, no mesmo momento em que os juros caíam e a estabilidade econômica dava segurança aos bancos para alongarem o prazo dos seus empréstimos, tornando o imóvel um bem muito mais acessível. O aumento da massa salarial brasileira e a dormência do mercado imobiliário por quase duas décadas também ajudam a explicar o impulso do mercado de imóveis nesse período.



Fonte: ABECIP

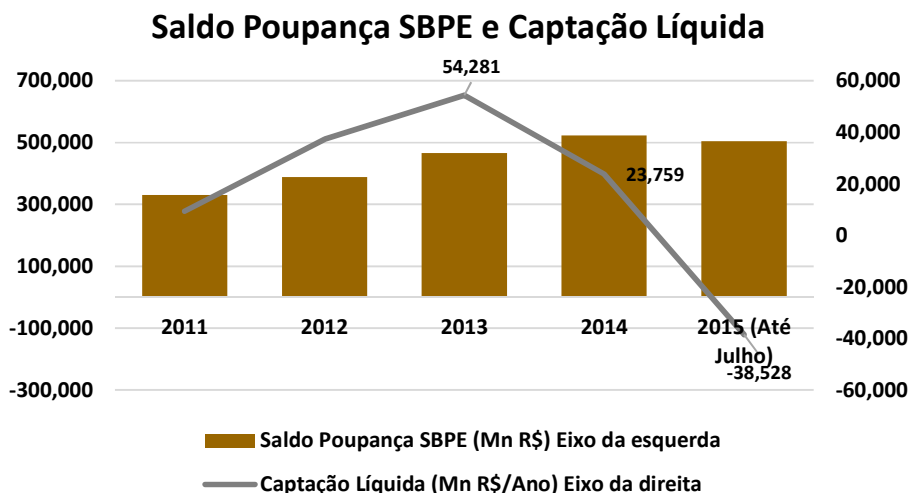
Vale destacar que de 2005 a 2008, 21 incorporadoras¹ abriram seu capital na Bovespa aproveitando o alto apetite dos investidores explicado pela conjuntura que se mostrava bastante favorável.

¹ (2005 – Cyrela, 2006 – Gafisa, Rossi, Klabin Segall, Brascan, Abyara, Company 2007 – Helbor, Trisul, Tenda, MRV, EZtec, Inpar, Agra, CR2, JHSF, Even, Tecnisa, Camargo Correa Investimentos Imobiliários, Rodobens, PDG)

Em 2009, dentro do programa de estímulo fiscal implementando após a crise de 2008 pelo Governo brasileiro, foi lançado um novo programa social com subsídios às habitações populares que ficou conhecido como MCMV (Minha Casa, Minha Vida). A metas eram ousadas e nesses pouco mais de 5 anos de programa foram contratadas 3,9 milhões de unidades e 2,7 milhões já foram entregues. O subsídio chegava a 95% do valor do imóvel na faixa mais baixa do programa. Com isso, esse segmento que já possuía taxas mais baixas de financiamento, pois utilizava recursos do FGTS, também experimentou um impulso ainda maior de demanda.

O que ocorre hoje?

Hoje os bancos já cumprem plenamente o nível de exigibilidade dos recursos da poupança para o segmento imobiliário. A CEF (Caixa Econômica Federal), principal agente do sistema, vinha inclusive, nos últimos meses, captando LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) para continuar financiando habitações com taxas baixas e sem justificativa econômica alguma. Com a nova conjuntura econômica e um balanço já bastante alavancado, a Caixa revisou de forma abrupta sua estratégia, elevou bastante sua taxa de empréstimo ao setor e reduziu o valor da parcela financiável do imóvel. Como o saldo de poupança vem caindo, como vemos no gráfico abaixo, os bancos estão cada vez mais restritivos no crédito imobiliário direcionado no âmbito do SFH (Sistema Financeiro de Habitação para imóveis até R\$750 mil). A saída será essas incorporadoras financiarem diretamente seus clientes e/ou reduzirem drasticamente seus lançamentos, o que já começamos a observar nas melhores companhias do setor.



Fonte: ABECIP

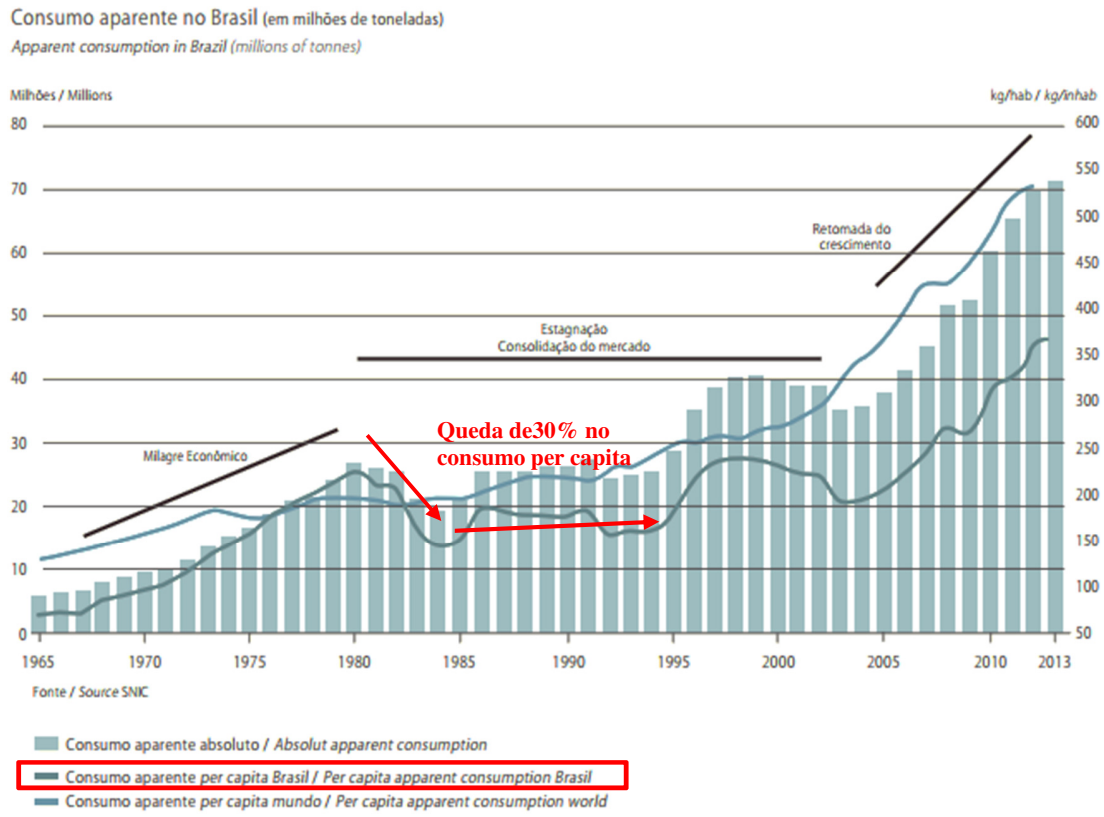
No segmento de baixa renda já se observa contingenciamento do Governo nas despesas do programa MCMV, principalmente no segmento de maior subsídio, o Faixa 1 (para famílias de 0 a 3 salários mínimos). Além disso, claramente o Governo vem adiando o anúncio do Programa MCMV 3 pelas restrições fiscais enfrentadas pela União.

Apesar de a demanda ainda estar resiliente nos segmentos 2 e 3 do programa MCMV (para famílias de 4 a 10 salários mínimos e imóveis até R\$ 190 mil), acreditamos que ela deve se deteriorar de forma importante com o aumento esperado de desemprego. O *funding* para esse segmento segue, até o momento, sem restrições, já que os recursos são originários do FGTS e não da poupança. Mas recentemente foi aprovado na Câmara dos Deputados um projeto de lei que aumenta a remuneração do FGTS, o que aumentaria muito o custo do *funding* para o segmento e restringiria a demanda de forma drástica. Olhando para o passado, o que ocorreu com o BNH (Banco Nacional de Habitação) nos leva a ficar preocupados porque políticas populistas no segmento imobiliário normalmente não terminaram bem.

Resumidamente, após o *boom* dos últimos anos no mercado imobiliário esperamos anos bem desafiadores a frente.

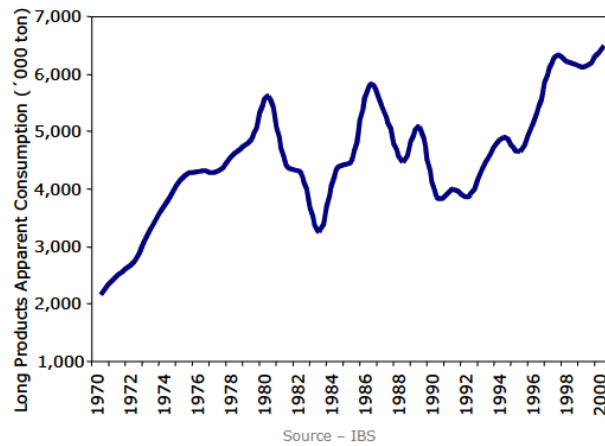
Olhando para alguns insumos da construção civil, como o cimento e o vergalhão, e analisando a evolução de vendas desses produtos nos anos recentes vemos níveis de vendas muito acima de sua tendência histórica de longo prazo. Se observarmos o que ocorreu com o consumo desses produtos após o “Milagre Econômico” da década de 70, podemos inferir o quanto a conjuntura favorável e estímulos governamentais podem levar a vendas de tais produtos a patamares muito superiores aos sustentáveis. A partir do ano de 1983 as vendas de cimento per capita caíram 30% em relação ao patamar médio dos 6 anos anteriores e ficaram quase 10 anos nesse patamar mais baixo. O consumo per capita de am-

Se os produtos cresceram desde 2003 a 2014 90% e 114% respectivamente. Se a história se repetir o chão é muito mais baixo que muitos imaginam.



Fonte: SNIC

Evolução do consumo aparente de aços longos no Brasil



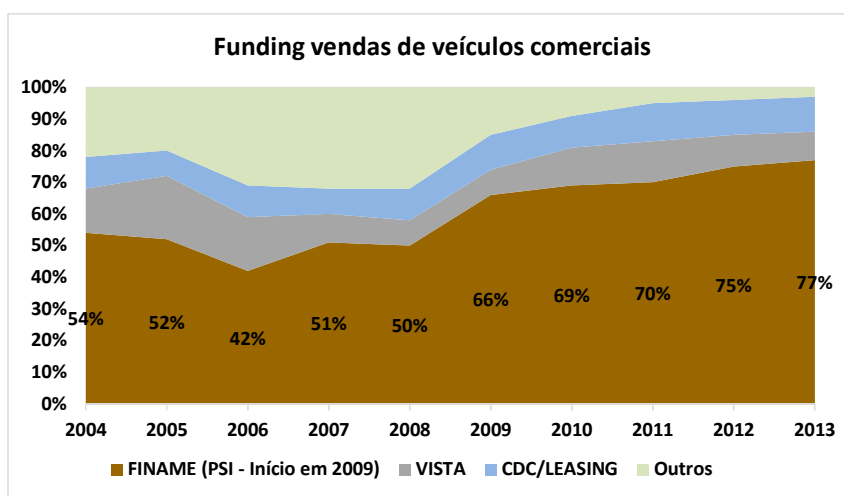
Fonte: IBS (Atual IABR)

Mercado de veículos

O setor automobilístico foi um dos que mais se beneficiou do ciclo de expansão de crédito e de políticas governamentais mais favoráveis. Sempre bem relacionado politicamente, o setor foi bastante hábil na crise de 2008 para “costurar” algumas medidas governamentais vantajosas como a redução do IPI para carros e os juros extremamente subsidiados pelo BNDES no PSI (Programa de Sustentação do Investimento) que, entre outros equipamentos, incluiu a aquisição de ônibus e caminhões.

Com a queda dos juros, maior estabilidade econômica e aumento da massa salarial, o carro, que sempre fora um objeto de desejo do brasileiro, ficou muito mais acessível. Com isso, de 2004 a 2013, a venda de carros cresceu a um ritmo de 10,3% aa. Isso levou a um crescimento médio anual da frota de carros de 7,0%, ritmo bastante superior à média de 3,8% da década de 90.

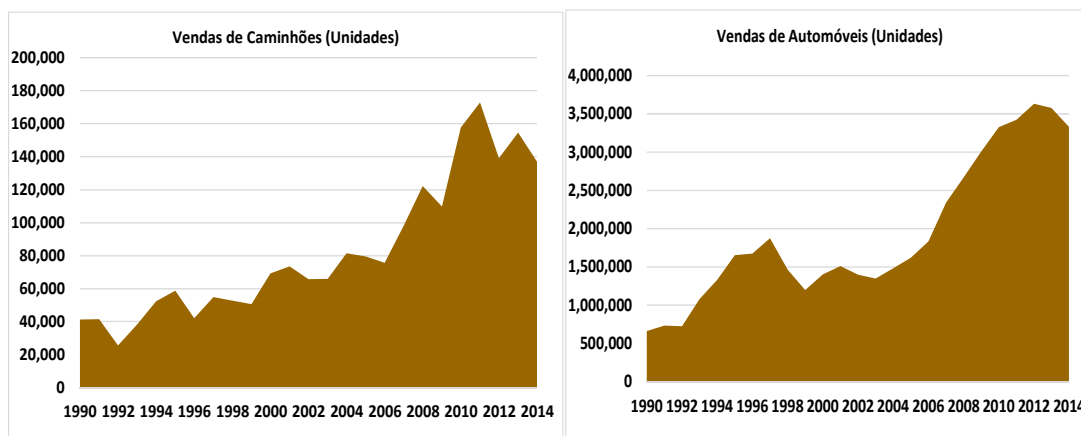
Mais impressionante foi o impulso na venda de caminhões com as políticas de incentivos do Governo após a crise de 2008 com juros que variaram de 2,5% a 10% e financiamento de até 100% do bem. O PSI representou praticamente 80% das vendas de caminhões em 2013 e 2014.



Fonte: Randon (Prada Consultoria)

Outro impulso que não acreditamos ser recorrente para a demanda de caminhões foi a perda de *market share* do modal ferroviário no país. Apesar de termos uma penetração extremamente baixa desse modal ele ainda veio perdendo participação para as rodovias nos últimos anos.

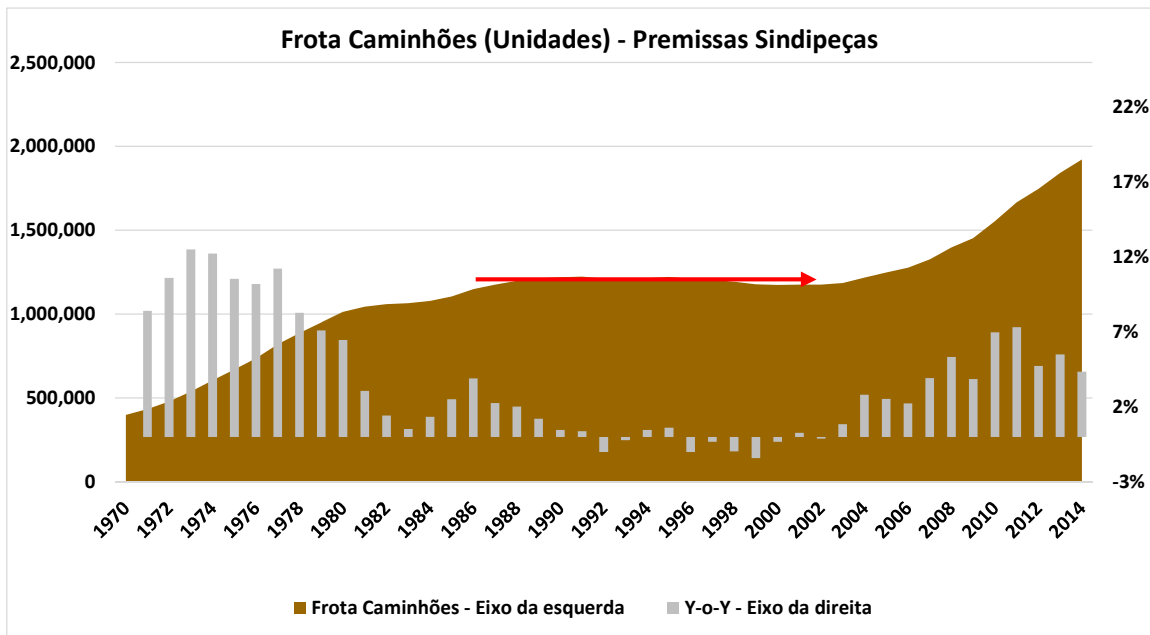
Esses fatores levaram a um crescimento de vendas muito acima do sustentável. As vendas em 2011 foram 28% acima do patamar recorde pré-crise de 2008. E a frota após 2008 cresceu, segundo nossas estimativas, em um ritmo de 5,9% para um PIB médio de 2,1%.



Fonte: ANFAVEA

Com isso, além de acreditarmos que o patamar atingido é muito acima do sustentável, a formação de estoques recentes faz com que provavelmente passemos por alguns anos com vendas abaixo da tendência de longo prazo. Isso tudo conjugado a uma conjuntura recessiva como a atual, onde o número de caminhões em circulação em estradas pedagiadas (segundo os dados da ABCR- Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias) caiu 5,7% neste primeiro semestre de 2015 vs. o mesmo período de 2014.

Interessante notar no gráfico abaixo como a frota de caminhões ficou estagnada, até caiu levemente, durante toda a década de 90. Como venda é a derivada desse crescimento de frota mais o volume sucateado de veículos, a manutenção dela constante em um futuro recessivo representaria uma queda bastante significativa das vendas de novos caminhões em relação aos anos recentes. Nas nossas estimativas, 55 mil veículos vendidos por ano seriam necessários para manter a frota atual estável. Isso representa um volume 60% menor que o vendido ano passado ou um terço do pico de 2011.

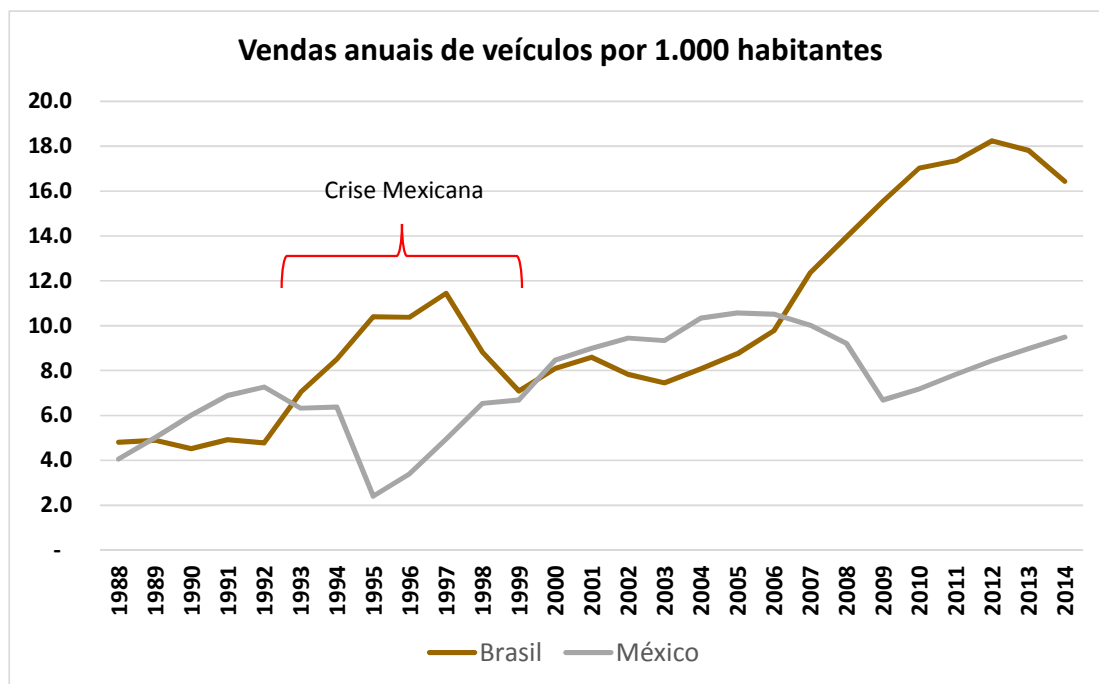


Fonte: Studio Investimentos com premissas Sindipeças

No segmento de veículos leves a evolução foi parecida, mas com menos estímulos governamentais nos últimos anos. Houve o IPI mais baixo desde o fim de 2008, que levou a alguma antecipação de compra e rejuvenescimento da frota. Interessante é a comparação do padrão de vendas de veículos leves no Brasil com o México nos últimos 25 anos. O Brasil chegou a triplicar nos últimos anos o número de veículos vendidos vs. a média do quadriênio 2000-2003, enquanto o patamar do México subiu apenas 26%.

Relativizando pela população, o México vendeu ano passado 1,15 MM veículos para uma população de cerca de 120 MM pessoas. Usando uma regra de três simples, as 200 MM pessoas no Brasil consumiriam 1,9 MM veículos na mesma métrica². Vale considerar que o tamanho da frota brasileira (dados do Sindipeças) é apenas 11% acima da frota mexicana (dados INGI), um nível muito menor que a diferença populacional. Em 2014 foram vendidos 3,3 MM de veículos no Brasil. Este ano, as vendas já caem para 2,5 MM unidades segundo as projeções mais pessimistas (ou realistas). Mas há espaço para mais acomodação. Vale lembrar que a situação econômica atual do México é muito melhor que a brasileira e passamos alguns anos com o nível de vendas acima da tendência histórica e, portanto, temos hoje uma frota relativamente mais jovem.

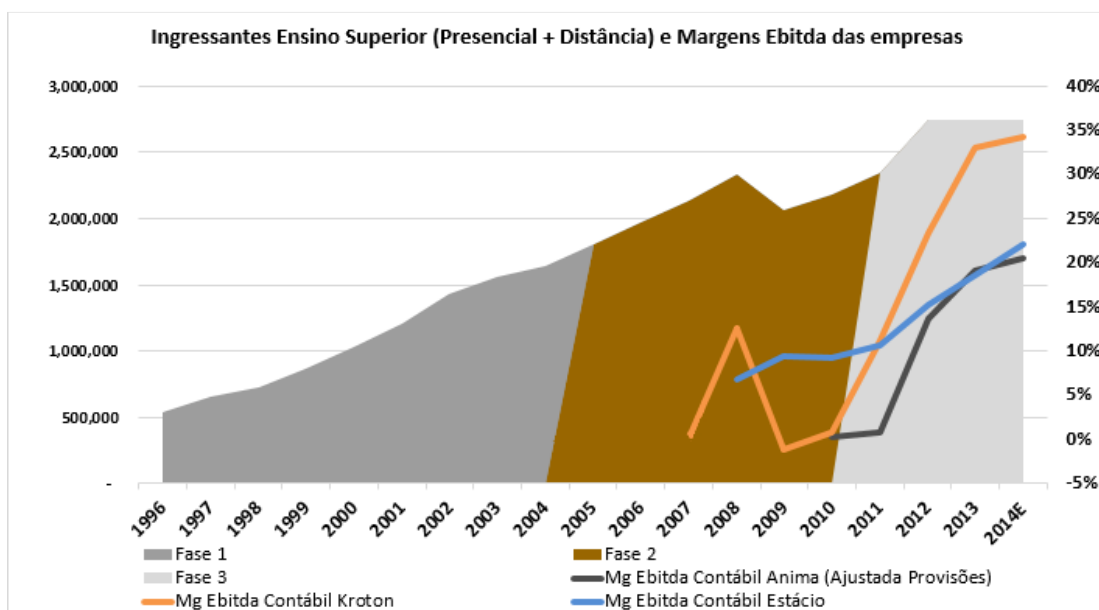
² Dados de população do FMI. Dados de veículos mexicanos da AMIA (Asociación Mexicana de la Industria Automotriz). Dados de veículos brasileiros da ANFAVEA (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores).



Fonte: ANFAVEA, AMIA e FMI.

Mercado de Ensino Superior

Gostamos de analisar o Ensino Superior (“ES”) brasileiro dividindo-o em 4 fases, começando nosso estudo em 1996. Foi nesse ano que foi criada a LDB – Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional, que permitiu que Instituições de Ensino Superior (“IES”) auferissem lucros. Foi um marco transformacional para o setor e impôs grandes mudanças na estrutura das IES, proporcionando crescimento de matrículas, novos *campi*, entrada de *players* financeiros e uma forte onda de profissionalização do setor.



Fonte: INEP, Ânima, Estácio e Kroton.

Vamos considerar como primeira fase o período entre os anos de 1996 a 2004. Nesse período houve um crescimento acelerado na oferta de cursos e no número de faculdades privadas no país. Com a abertura do setor aos investidores, o número de instituições privadas saltou de 711 para 1789, segundo dados do Censo da Educação Superior.

Como consequência desse processo de expansão de oferta, o número de ingressantes no setor cresceu a uma taxa anual média de 15,0% entre os anos do período supracitado.

A segunda fase, entre os anos de 2004-2010, foi marcada por dois movimentos principais, a saber:

- i) Condições econômicas no Brasil bastante favoráveis, que proporcionaram a ascensão das classes B e C - que antes não tinham condições financeiras de pagar por um curso em IES privadas, nem condições acadêmicas de ingressar em IES públicas, dada a alta procura para as poucas vagas existentes. Esse movimento propiciou o atendimento de uma demanda reprimida.
- ii) Expansão do ensino à distância ("EAD"). No ano de 2004 o número de ingressantes no EAD foi de cerca de 25 mil alunos. No ano de 2010, o número saltou para 380 mil novos alunos. O EAD foi fundamental para atrair um público diferente, de faixa etária mais elevada e de pessoas que não possuíam tempo para frequentar aulas diariamente nas faculdades.

A taxa anual média do crescimento do número de ingressantes no setor nesta segunda fase foi de 4,8% segundo o Censo.

Durante a segunda fase, os principais grupos privados brasileiros começaram a abrir capital na bolsa em busca de recursos para acelerar o crescimento, fosse ele orgânico ou via aquisições. Esse movimento foi liderado pela Anhanguera, Estácio e Kroton. Posteriormente, Anima e Ser Educacional seguiram o mesmo caminho.

Como podemos ver no gráfico acima, sem querer tirar o mérito da excelente execução operacional das companhias ao longo dos últimos, todas conseguiram se beneficiar do *boom* do setor e viram suas margens expandirem de forma galopante.

A terceira fase, compreendida entre os anos 2011 e 2014, além de continuar sendo impactada positivamente pelos mesmos *drivers* da segunda fase, possui um novo elemento que foi fundamental para garantir ao setor um crescimento adicional: o novo FIES. Totalmente reformulado pelo governo em 2010, o FIES começou a ser utilizado – inicialmente pelos grandes grupos educacionais, mas posteriormente pela maioria das escolas privadas – como importante instrumento de captação e de retenção de alunos propensos à evasão.

A taxa anual média do crescimento de ingressantes na terceira fase foi de 7,9%³.

No ano de 2010 o FIES teve cerca de 75 mil novos contratos assinados e no ano de 2014 esse número avançou para 732 mil novos contratos.

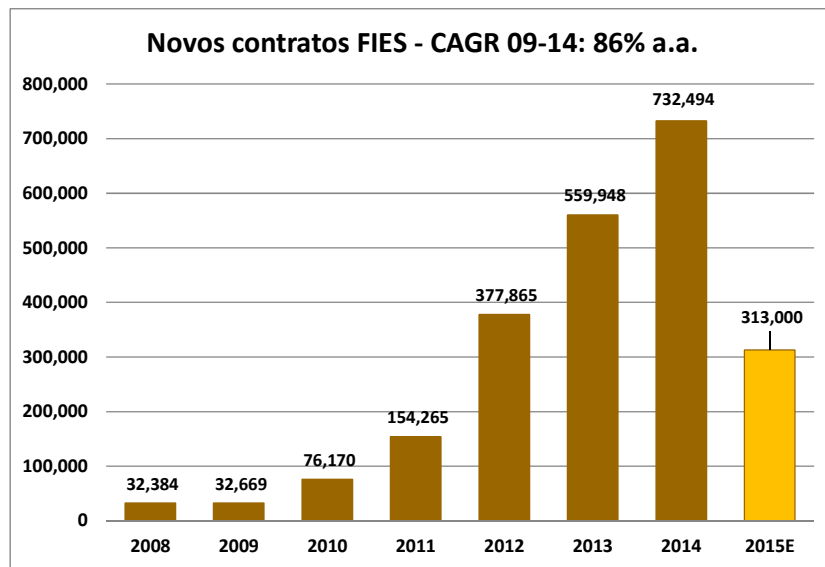
Apesar de cerca de 75% das matrículas do ES estarem concentradas em IES privadas, o governo foi ganhando maior representatividade através de seus programas de inclusão como o Prouni e o FIES. Pelos nossos cálculos, para o ano de 2014, se somarmos os ingressantes de IES públicas, novos bolsistas do Prouni e novos contratos FIES, o governo foi responsável por mais da 60% dos ingressos do ES naquele ano.

Nos parecia que a quarta fase chegaria quando alguma mudança estrutural atingisse o FIES ou a economia brasileira de uma forma geral. Em relação ao FIES, acreditávamos que tal mudança viesse quando a inadimplência do programa começasse a aumentar, o que começaria a aparecer quando os contratos comesçassem a ser amortizados pelos estudantes. O FIES, apesar de seu importante papel de inclusão social, gerou uma seleção adversa já que as faculdades passaram a "repassar" ao fundo aqueles alunos que começaram a apresentar sinais de que não teriam condição de pagar a mensalidade do curso. Mais cedo ou mais tarde, veríamos uma deterioração nos índices de inadimplência. Pelas nossas estimativas, isso deveria aparecer de forma branda em 2015 e começaria a assustar os governantes e o mercado a partir de 2016, quando um volume alto do saldo devedor dos alunos entrasse na fase de amortização.

Em relação a economia brasileira, havia ainda o risco de o Brasil reverter o ciclo positivo apresentado na última década, o que poderia causar contração nas matrículas do setor como consequência do aumento do desemprego e diminuição da renda disponível da população.

³ Para estes cálculos consideramos até o ano de 2013 pois os dados do Censo de 2014 ainda não são públicos.

Mesmo ainda sem a inadimplência ter vindo à tona, o governo anunciou mudanças significativas na dinâmica do programa no final do ano de 2014, como parte do pacote de ajuste fiscal. O FIES começou a se tornar um programa caro para os cofres públicos, e se o ritmo de crescimento continuasse, os desembolsos do governo no ano de 2015 poderiam ultrapassar a cifra de R\$20 bilhões de reais. Ao longo de 2015 outras medidas foram anunciadas, como a redução do número de vagas disponíveis para financiamento, teto de reajuste de preço das mensalidades, aumento na taxa de juros para os alunos e maior comprometimento de renda do estudante – antes era possível financiar 100% do curso e essa facilidade não será mais permitida. A estimativa do governo para o ano de 2015 é financiar 313 mil novos alunos, uma queda de quase 60% em relação aos 732 mil alunos de 2014.



Fonte: MEC

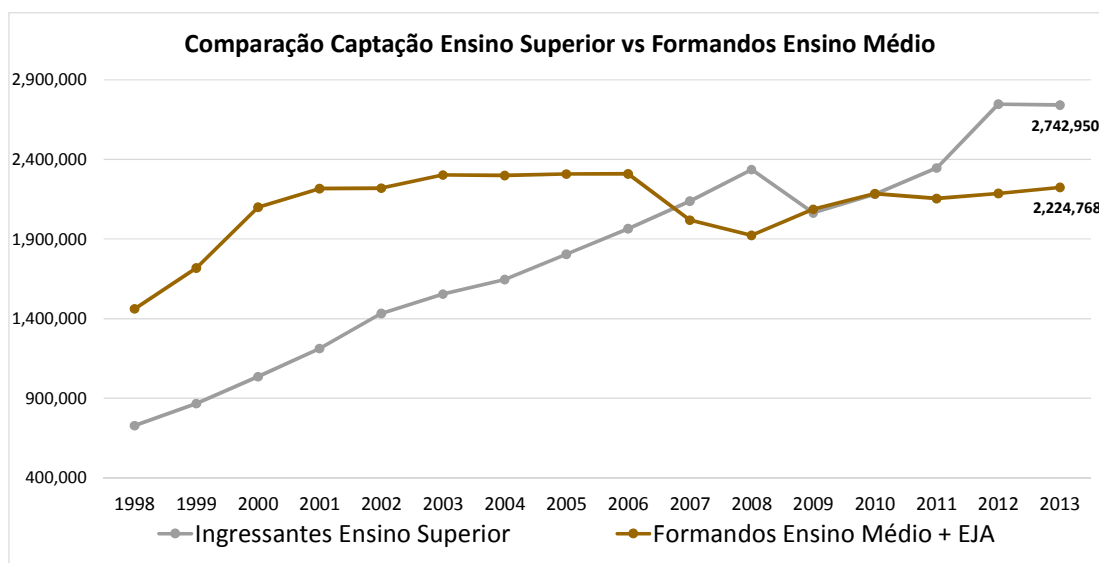
Em paralelo, a economia brasileira começou a se deteriorar de forma rápida ao longo do ano, e, com o aumento do desemprego, acreditamos que o setor enfrentará grandes dificuldades nos anos que se seguirão.

Vale lembrar que o risco da inadimplência no programa continua iminente e há poucos dados públicos disponíveis desse indicador.

Portanto, na nossa visão, o ano de 2015 marca a entrada do setor de ES em uma nova fase, a quarta, desde a transformação do setor em 1996 e que, ao contrário das três anteriores, será de retração no volume de matrículas e principalmente, na rentabilidade das empresas.

O grande desafio é tentar estimar qual o nível recorrente de demanda em um cenário de retração econômica e de FIES em um patamar inferior aos anos anteriores. Conforme já descrito anteriormente nessa carta, o FIES e a bonança da economia, junto com o EAD e expansão da oferta de faculdades privadas, levou ao atendimento de uma demanda reprimida bastante grande de jovens adultos que já possuíam diploma de Ensino Médio (“EM”) e que por diversos motivos não ingressaram no ES anteriormente e acabaram aproveitando a oportunidade para retomar os estudos.

O gráfico abaixo é uma ferramenta interessante para tentar visualizar esse movimento, que é também intrigante, e nos leva a questionar se o nível atual do setor ainda não estaria bastante inflado por mais de uma década de vento a favor. A linha marrom é o número de formandos do Ensino Médio - já incluído o EJA (educação para jovens e adultos). A linha cinza é o número de ingressantes no Ensino Superior.



Fonte: INEP

Vemos que desde o ano de 2011 o ES já recebe um número maior de alunos do que o EM consegue formar. Acreditamos que mesmo durante os anos de 2007 a 2010, quando o número de ingressantes no ES foi próximo do número de formandos do EM, já estávamos em um momento de demanda inflada, pois é difícil acreditar que todos que possuem diploma no EM vão cursar faculdade.

Porém, esse fenômeno observado no Brasil é facilmente justificável: toda a demanda reprimida ao longo de anos foi atendida durante essa curta janela de incentivos do governo.

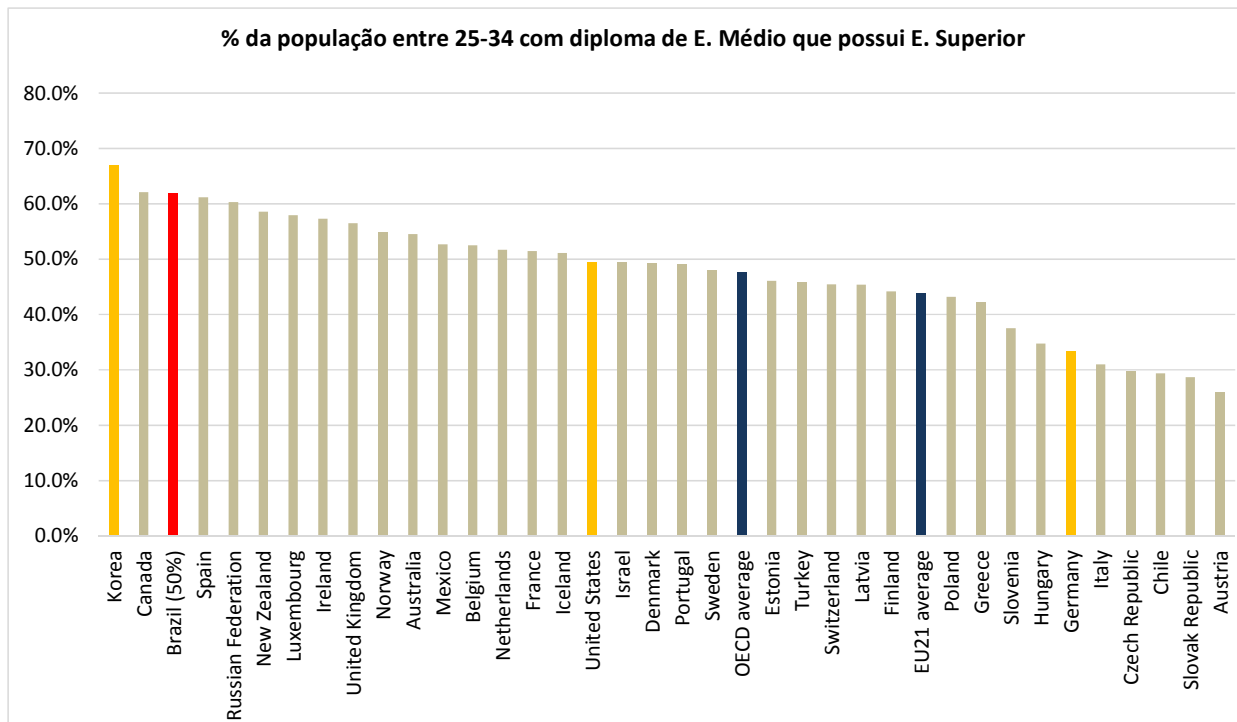
O mercado financeiro, guiado pelo discurso das empresas de capital aberto, sempre se apoiou no grande estoque de pessoas com diploma de EM e sem cursos de ES como uma demanda quase que infinita. Nós somos um pouco mais céticos em relação a esse ponto. De fato, esse estoque foi fundamental para abastecer o setor durante a última década, mas será que com a redução dos incentivos/renda disponíveis esse estoque continuará como uma demanda potencial?

Se os 2,75 milhões de ingressos observados em 2013 fossem recorrentes e se assumirmos uma taxa de graduação no ensino superior de 50% (ou seja, 50% de quem se matricula consegue se formar), em linha com o número comentado pelas IES de capital aberto, teríamos 1,375 MM de jovens se formando na faculdade ao ano.

Como podemos ver no gráfico acima, o número de formandos do EM está estável em 2,2 milhões de alunos há 3 anos, e com leve tendência de queda por motivos demográficos. No longo prazo, se trabalharmos com 1,375 milhões de formandos no ES e 2,2 milhões de formandos no EM ao ano, 62% de todos com diploma de EM também teriam diploma de ES.

Esse número parece baixo?

O gráfico abaixo consolida dados da OCDE de 2012, com o percentual da população com diploma de EM entre 25-34 anos que possui diploma de ES. A barra em vermelho representa esse percentual para o Brasil considerando a taxa de 50% de graduação.



Fonte: Studio Investimentos e OCDE

Na Coreia do Sul, o país com maior penetração de ES no mundo, 66,9% dos jovens com diploma de EM entre 25-34 anos possuem diploma de curso de graduação universitária. Nos Estados Unidos, país que também possui grande penetração de financiamento estudantil, esse número é de 49,3%. A média dos países da OCDE é de 47,5%. Em países com alta penetração de ensino técnico como a Alemanha, que poderiam servir de exemplo para o Brasil, esse número chega a incríveis 33,4%.

Outro assunto que merece uma especial atenção diz respeito a inusitada situação verificada ao longo de todos os últimos 5 anos. Quando calculamos a base de alunos com FIES nas IES listadas, encontramos que essa cresce mais, em número de alunos, do que a base total de alunos das companhias. Isto significa que o número de alunos efetivamente pagantes (sem subsidio do governo) cai ano após ano nessas instituições.

Avançando ainda sobre os números divulgados pelas empresas para estimar a evasão dos alunos FIES, concluímos que essa se dá em proporção bastante baixa (15%-25%) para os padrões brasileiros. Partindo dessa constatação, a evasão dos alunos captados sem financiamento público chega a valores extremamente elevados, aproximando-se de 70-80%, dependendo da instituição avaliada.

Sem entrar no mérito de quantos alunos com FIES poderiam estar efetivamente pagando suas próprias mensalidades, chegamos a preocupante conclusão de que uma turma de 3º ano da faculdade está praticamente com 90% dos alunos com FIES ou PROUNI. Sendo assim, a informação divulgada pelas companhias de que “somente” 40%-50% de suas bases são constituídas por alunos FIES dá muito menos conforto do que pode parecer inicialmente.

Conclusão

Gostaríamos de ressaltar que como gestores de investimentos, sempre temos que incorrer em algum nível de risco; projetar variáveis com o futuro bastante incerto, atravessar com ceticismo e realismo momentos de bonança e, talvez até mais importante, identificar boas oportunidades em situações de desalento.

Acreditamos que um dos exercícios de disciplina mais importantes de um investidor diligente, passa necessariamente por não perder a perspectiva histórica de um segmento ou empresa, sob pena de perpetuar níveis extremos de curto prazo que não são sustentáveis ou recorrentes.

Ter uma visão completa (*Big Picture*), sem deixar ser levado pela tentação dos ruídos de curto prazo é muito importante para o investidor ter a real consciência de risco de perda permanente de capital que ele está incorrendo, ou ainda, de condições excessivamente deprimidas que poderão se reverter rapidamente.

Ao longo desta carta, buscamos chamar a atenção para setores extremamente relevantes da economia brasileira e que ainda acreditamos estar em meio ao processo de ajuste trazido pela transição do “vento em popa” para o “vento de proa”.

Ainda não acreditamos ser o caso das principais companhias dos setores abordados acima, mas não podemos esquecer que o preço das ações não só antecipa muito dos acontecimentos mais previsíveis, como costuma exagerar cenários extremos.

Hoje, no mercado acionário brasileiro, já estamos começando a encontrar algumas oportunidades bastante interessantes de investimentos, mesmo em meio a um cenário que não demonstra sinais de recuperação iminente.

Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2009	Studio FIC FIA											-0.06	5.12	5.06	-
	lbovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	Studio FIC FIA	-0.24	-0.20	4.59	-1.27	-3.86	1.77	11.58	-0.83	6.84	5.20	0.74	2.43	29.07	35.61
	lbovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04
2011	Studio FIC FIA	-2.19	-1.12	3.52	0.01	1.27	-2.30	-3.82	-2.97	-2.28	6.00	-2.02	4.67	-1.79	33.17
	lbovespa	-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49	-2.51	-0.21	-18.11	-16.44
2012	Studio FIC FIA	5.42	6.14	0.43	-0.44	-4.22	0.55	1.05	2.94	2.61	-0.93	1.42	2.98	18.99	58.46
	lbovespa	11.13	4.34	-1.98	-4.17	-11.86	-0.25	3.21	1.72	3.70	-3.56	0.71	6.05	7.40	-10.26
2013	Studio FIC FIA	0.69	1.59	-0.49	1.47	-1.14	-5.70	2.51	2.24	3.34	4.54	0.20	-1.85	7.24	69.94
	lbovespa	-1.95	-3.91	-1.87	-0.78	-4.30	-11.31	1.64	3.68	4.65	3.66	-3.27	-1.86	-15.50	-24.16
2014	Studio FIC FIA	-6.57	-0.86	2.88	-0.10	-0.11	1.26	1.46	5.36	-10.01	0.12	2.93	-4.80	-9.12	54.43
	lbovespa	-7.51	-1.14	7.05	2.40	-0.75	3.76	5.00	9.78	-11.70	0.95	0.18	-8.62	-2.91	-26.37
2015	Studio FIC FIA	-3.78	7.13	2.88	3.46	-1.00	0.21							8.85	68.10
	lbovespa	-6.20	9.97	-0.84	9.93	-6.17	0.61							6.15	-21.85

Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 70.6 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 169.8

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 390.4

*** Atualizado até 30/6/2015

Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação :	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate :	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livres
Informações Bancárias:	Fundo fechado para aplicações

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	20.0%
Energia Elétrica	16.2%
Consumo	13.4%
Índice	8.3%
Industrial	7.3%
Telecom	3.0%
Caixa	31.7%
	100.0%

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	2%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	31%
> R\$10 bi	36%
	68.3%

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	12%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	3%
> R\$20 mm	54%
	68.3%

*Dados atualizados em 30-Junho-2015

Gestor

Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.
CNPJ: 11.006.650/0001-60
Av. Niemeyer 2, Sala 103
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450-220
www.studioinvest.com.br
contato@studioinvest.com.br
Tel: (21) 3554-0600
Fax: (21) 3554-0606

Administrador / Distribuidor

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson 231, 11º andar
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030-905
www.bnymellon.com.br/sf
SAC: sac@bnymellon.com.br
ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.