



Vinci Mosaico FIA
Carta trimestral

1T 2020

VINCI partners

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2020

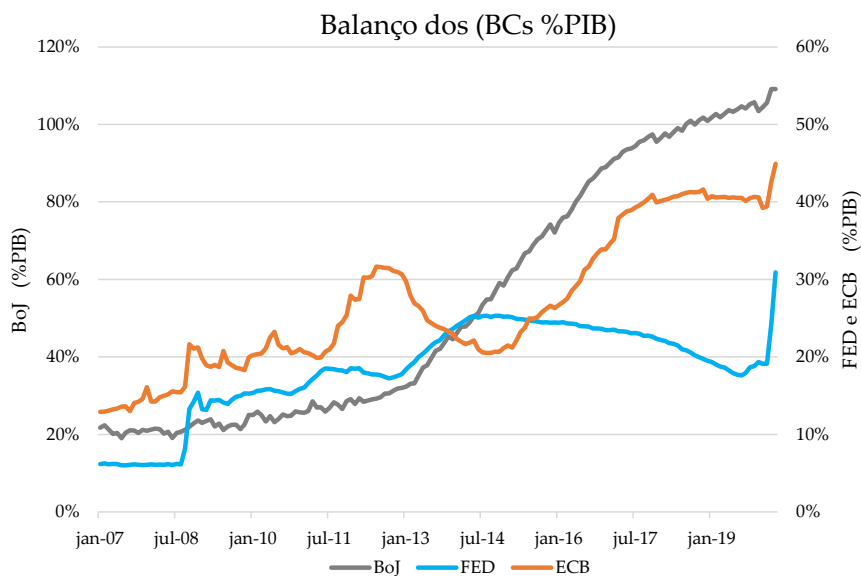
Caros investidores,

No primeiro trimestre de 2020, o Vinci Mosaico FIA teve uma queda de 34,3% enquanto o Ibovespa caiu 36,9%. Desde a criação do fundo, em julho de 2010, o retorno médio do Vinci Mosaico FIA foi de 15,2% a.a. versus 1,5% a.a. do Ibovespa.

Como todos sabemos, esse não foi um trimestre comum. A economia global, que iniciou o ano com perspectivas auspiciosas, entrou em março num coma induzido¹. Grande parte das atividades não essenciais foi temporariamente desligada como consequência do distanciamento social necessário para frear o contágio pelo novo coronavírus.

O medo dos efeitos deletérios que essa hibernação traria para a economia fez com que os mercados entrassem em um grau de pânico recorde. No início de março, o índice S&P caiu 23,8%, em 15 dias, tendo uma de suas maiores retrações para este intervalo desde a sua criação.

As respostas dos governos e bancos centrais pelo mundo também foram sem precedentes. Munidos das ferramentas que salvaram o sistema financeiro global da crise de 2008, os BCs mundo a fora baixaram juros e recompraram títulos numa escala assombrosa, livres do tabu de que essa injeção de liquidez poderia causar uma hiperinflação. Ao mesmo tempo, os governos abriram os seus cofres, fazendo programas de ajuda muito maiores do que os estímulos fiscais do pós-Lehman, para sustentar as pessoas e as empresas mais vulneráveis durante as quarentenas.



Fonte: FED, ECB, BoJ

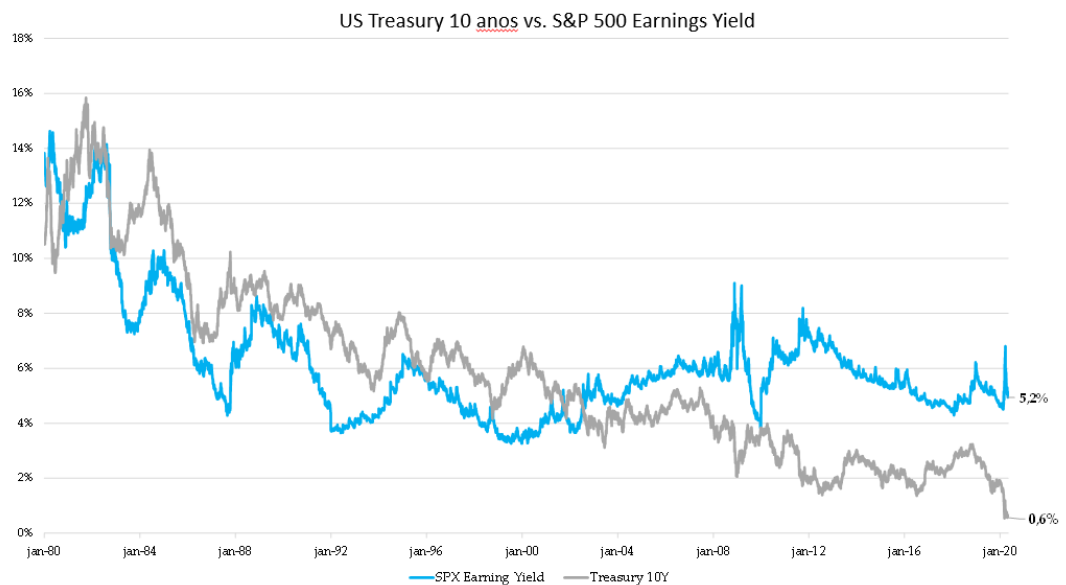
¹ Expressão usada pelo prêmio Nobel de economia, Paul Krugman, para explicar a crise do coronavírus em sua brilhante coluna no New York Times: <https://www.nytimes.com/2020/04/01/opinion/notes-on-the-coronacomawonkish.html>.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2020

Essas medidas, juntamente com a gradual contenção da pandemia, trouxeram um importante alívio para os mercados. Mesmo com o FMI prevendo que o mundo terá nesse ano a sua maior recessão desde a grande depressão dos anos 1930 (queda de 3% no PIB global)², os índices de ações dos países desenvolvidos estão neste momento num patamar próximo ao do início de 2019, quando não se fazia ideia de que uma pandemia assolaria o mundo.

Uma explicação importante para esse paradoxo está no movimento das taxas de juros de longo-prazo nas principais economias do mundo. Pegando-se como exemplo a *Treasury* de 10 anos, vemos que o seu retorno anual caiu de 1,9% no início do ano para míseros 0,6% atualmente³ (muito menos do que a meta de inflação americana de 2% a.a.). Nesse contexto, as ações se tornam uma opção viável apesar da importante queda nos lucros que essa crise trará.



Fonte: Bloomberg, Vinci Partners

Por outro lado, não parece intrigante que os juros nos países desenvolvidos estejam tão baixos ao mesmo tempo em que o endividamento desses governos esteja crescendo enormemente com os pacotes de salvamento? Existem duas boas explicações para isso.

Em primeiro lugar, as quarentenas e as ressacas advindas delas deverão causar muitas falências e perdas de emprego, criando uma grande ociosidade na economia.

² Fonte: FMI.

³ Fonte: Bloomberg.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2020**

Consequentemente, a inflação deverá permanecer baixa pelos próximos anos e não haverá a necessidade de se subir os juros para contê-la.

Além disso, a crise está forçando as pessoas a pouparem mais, seja pelas restrições ao consumo impostas pelo distanciamento social, seja pelo medo de perderem o emprego⁴. Pelos mesmos motivos, muitos novos investimentos também estão sendo engavetados. Esse freio nos desembolsos, faz com que haja, na margem, mais poupança do que opções de aplicação. Isso infla o preço das aplicações atuais, tornando os seus retornos mais baixos.

Restam, entretanto, muitas dúvidas a respeito de como será a retomada da economia global. Uma das principais certezas que existem sobre esse tema é que pelo menos até o final desse ano não haverá uma vacina aprovada pelos principais órgãos de controle e distribuída em larga escala. Ou seja, teremos que lidar com algum grau de distanciamento social por um longo período para mitigarmos os efeitos de uma possível segunda-onda.

É verdade que existem hoje recursos ilimitados, tanto em termos de capital como pessoas, na busca de tratamentos para a SARS COV 2⁵. Provavelmente, alguns dos antivirais que estão sendo testados atualmente se mostrarão efetivos contra o COVID-19. Esses antivirais, combinados com o uso de máscaras, a ampliação na capacidade de fazer testes e de rastrear pessoas que estiveram em contato com infectados poderão nos levar a uma solução tampão até que a vacina traga a tão aguardada imunidade da população. Mas muitos de nós não pisarão em parques de diversão, academias e estádios de futebol até que a vacina apareça.

Além das precauções que ainda teremos que tomar, o mundo será outro quando emergirmos do coma induzido. Infelizmente, muitos negócios não irão reabrir ao final das quarentenas. E, junto com eles, irão embora milhões de empregos.

Porém, nem todas as heranças da pandemia serão malditas. Um importante legado das quarentenas será a aceleração no processo de digitalização da economia. Os exemplos mais intuitivos nesse campo são o aumento do comércio eletrônico e do home-office, que trazem consigo importantes ganhos de eficiência e custo. Além disso, os gigantes investimentos que têm sido feitos em pesquisa e infraestrutura médica deverão trazer benefícios que vão muito além do combate ao COVID 19⁶.

A experiência da China pode nos dar algumas pistas do que esperar na reabertura das economias ocidentais. Tendo sido o foco inicial da doença, a China venceu a primeira fase da epidemia no final de fevereiro. Em março já houve uma forte retomada econômica, mas ela passou a evoluir num ritmo mais lento ao longo de abril⁷. A recuperação também não foi uniforme entre setores. Enquanto a produção de aço voltou aos patamares pré-COVID,

⁴ Fonte: Coluna de Paul Krugman para o New York Times: Notes on the Coronacoma.

⁵ Trecho inspirado na excelente *live*: “XP recebe Luis Stuhlberger e Luiz Parreiras, da Verde Asset Management”: <https://www.youtube.com/watch?v=2IH9OUiUk28>.

⁶ Trecho inspirado na brilhante *live* “XP Private recebe Martin Escobari, co-presidente da General Atlantic”: <https://www.youtube.com/watch?v=MybxX-Ugioo&t=562s>.

⁷ Fonte: China staggers out of lockdown, Andrew Batson, Gavekal Dagonomics.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2020**

impulsionada pelas obras de infraestrutura, os setores de varejo e turismo ainda estão em patamares muito baixos.

O impacto da pandemia também será desigual entre os diferentes países. As bolsas dos países emergentes tiveram, em média, pioras mais agudas do que seus pares desenvolvidos. A principal explicação para isso é que os juros de longo-prazo em muitos países emergentes subiram, na contramão do que aconteceu nas economias desenvolvidas, refletindo a maior confiança dos investidores com países mais estáveis e que tem um melhor histórico de pagamento.

No que se refere ao Brasil, estávamos relativamente bem preparados para lidar com a crise do ponto de vista de saúde. O número de leitos de UTI por milhão de habitantes no Brasil é maior do que em muitos países desenvolvidos, apesar de distribuído de forma muito desigual entre a rede pública e privada e em termos regionais⁸. Além disso, nós aproveitamos do fato de a doença ter tardado a chegar por aqui e iniciamos quarentenas brandas nas principais cidades brasileiras mais cedo do que na Europa e EUA.

Nosso sistema de saúde público (SUS) e nossos programas de distribuição de renda, com todas as suas limitações, têm sido efetivos para levar até os menos favorecidos assistências médica e financeira. Um bom exemplo foi o auxílio emergencial de R\$ 600 que já foi entregue a 45 milhões de pessoas⁹ (podendo chegar a algo próximo a 60 milhões de pessoas), tomando proveito do cadastro do programa bolsa família.

Por outro lado, as enormes dificuldades de se manter o distanciamento social em um país emergente¹⁰ estão fazendo com que o sistema de saúde brasileiro se aproxime perigosamente do seu limite.

Além disso, o país embarcou em uma crise política justamente quando tem que enfrentar enormes desafios humanitários e econômicos impostos pelo coronavírus. Essa instabilidade deverá atrapalhar a proeminente agenda de reformas que se avizinhava, afetando o nosso crescimento. Consequentemente, a bolsa brasileira é a de pior rentabilidade entre os principais mercados emergentes no ano até o momento.

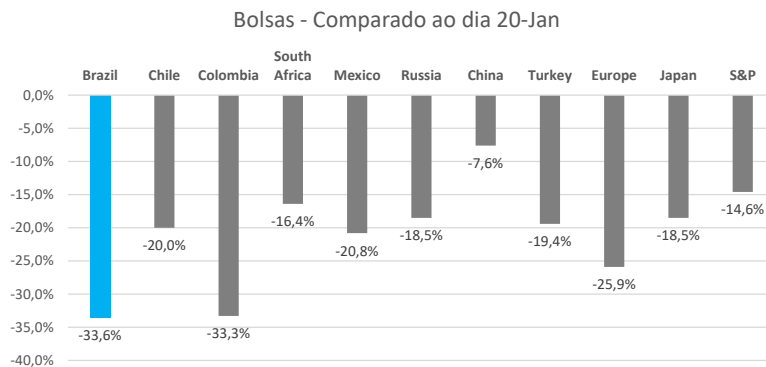
⁸ Fonte: Conselho Federal de Medicina.

⁹ Fonte: Ministério da Cidadania.

¹⁰ Cerca de 6% da população brasileira vive em favelas, segundo a Wikipédia.

Vinci Mosaico FIA
Carta Trimestral

1T 2020



Fonte: Bloomberg, Vinci Partners

As projeções mais recentes apontam para uma queda de cerca de 5% no PIB brasileiro para esse ano¹¹. Essa retração da economia, somada aos programas de apoio do governo durante a crise, farão com que a dívida pública dê um grande salto em 2020, chegando próxima a 90% do PIB. Entretanto, se resistirmos à tentação de perpetuar os gastos públicos extraordinários que teremos nesse ano em função da pandemia, voltaremos em breve a uma trajetória declinante da relação dívida/PIB, graças a reforma da previdência de 2019¹².

Diante dessa mudança tão drástica de cenário, tivemos que fazer ajustes importantes no nosso portfólio. O período do final de fevereiro ao final de março marcou o momento de maior giro de carteira que fizemos na história do fundo. Mesmo com inúmeras incertezas sobre o futuro e o quanto ele já está refletido nas cotações atuais, o que norteou nossas decisões foi o seguinte:

Menos crescimento, mais risco: o cenário atual impacta duramente teses de investimento em que o desempenho da economia e o valor da perpetuidade são premissas muito relevantes. Seguindo essa lógica, vendemos nossas posições de Duratex, Oi e Tegma. Vendemos também nossas participações em Azul e CVC pelos motivos acima, os quais são exacerbados pelos efeitos fulminantes da pandemia nos setores de aviação e turismo.

Acreditamos que a empresa ideal no momento deva ter as seguintes características: demanda estável, vantagens competitivas, baixo endividamento, alta geração de caixa e *valuation* atrativo. Na nossa opinião, a Vale, que se tornou a maior participação da carteira, tem todos esses atributos e uma vantagem adicional que descreveremos a seguir.

Diversificação geográfica: em função das incertezas que pairam sobre a economia brasileira, nos pareceu prudente aumentar a nossa exposição em empresas que vendem para o mercado externo e faturam em moeda forte. A Vale tem a China como principal destino de venda, onde

¹¹ O FMI revisou em abril a projeção para o crescimento do PIB brasileiro em 2020 para -5,3%.

¹² Projeções do departamento econômico da Vinci Partners.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2020

a demanda por minério de ferro deverá permanecer estável em função dos investimentos em infraestrutura, que fazem parte das medidas de estímulo à atividade.

Nossa posição de Suzano também tem como um de seus principais atributos o seu perfil exportador. Além disso, a empresa tem se beneficiado da maior demanda por celulose em função da intensificação dos hábitos de higiene oriundos do combate ao COVID 19.

Negócios regulados, maior previsibilidade: Esse permaneceu sendo o setor no qual temos nossa maior exposição, através de empresas de energia elétrica, saneamento e telecom. O seu caráter indispensável e a presença de uma forte regulação (que visa o equilíbrio econômico-financeiro) torna seus retornos mais estáveis.

Mesmo assim, essas *utilities* também não sairão ilesas. As distribuidoras de energia, por exemplo, terão que administrar um forte aumento da inadimplência e queda de demanda. No entanto, o governo e a agência reguladora estão trabalhando em soluções para não faltar caixa para as empresas e repassar para os consumidores, ao longo dos próximos cinco anos, a maior parte das perdas de arrecadação das distribuidoras.

Darwinismo empresarial: A competição de mercado encontra paralelos na sobrevivência das espécies, e essa crise pode ser vista como um tipo de glaciação, que coloca sob risco de extinção os menos resilientes e adaptáveis.

Por outro lado, as empresas mais saudáveis e mais bem administradas de muitos setores irão ter uma importante chance de consolidação de mercado e diminuição da concorrência nesse processo.

Um exemplo nesse sentido é o setor bancário, onde os incumbentes vinham sendo atacados em inúmeras frentes por diferentes tipos de *fintechs* e por uma agenda regulatória baseada na desconcentração de mercado (a qual deverá ficar em segundo plano por enquanto).

É provável que a crise diminua o apetite por risco e a condescendência com perdas dos fundos de *venture-capital*.

Por outro lado, os grandes bancos poderão tirar proveito da adaptação forçada da sua clientela, imposta pelas quarentenas, ao atendimento digital e acelerar fortemente o fechamento de agências e corte de custos.

Não temos a pretensão de dizer que os bancos grandes sairão beneficiados com a pandemia. De fato, eles deverão sofrer a mais forte alta de inadimplência de sua história recente. Mas suas sólidas bases de capital aguentarão o choque. E como seus múltiplos estão próximos às mínimas históricas, nos parece que esses possíveis benefícios concorrenciais não estejam refletidos nas suas cotações. Por isso, aumentamos nossa exposição no setor nos últimos meses.

Várias outras empresas da carteira sairão mais fortes do que seus concorrentes dessa crise. Falaremos na sequência de algumas delas.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2020**

Concentração em empresas que conhecemos bem: Nunca foi tão imperativo para a gestão das empresas ter uma execução sem falhas quanto está sendo nessa crise. Preservação de caixa, controle rigoroso dos custos, adaptação a canais digitais, cuidado com a saúde de seus funcionários e clientes são algumas das questões mais importantes da ordem do dia.

Do nosso lado, enquanto gestores, não é hora de experimentação. Conseqüentemente, estamos aumentando a exposição em empresas nas quais temos uma confiança redobrada na administração e conhecemos há anos. Esse ponto é especialmente importante para os setores que não estão protegidos pelo manto da regulação ou pelo fator contracíclico da exportação.

Nesse contexto, três empresas da carteira se destacam: Unidas (aluguel de carros), Tenda (construção de baixa renda) e Yduqs (ensino superior). É fato que as três empresas serão muito afetadas pela quarentena e contração da economia. Porém, a trinca está entre os líderes e players mais competentes de setores que estão em franca consolidação, possuem baixa alavancagem, seus managements têm postura de dono e o preço de suas ações nos parece bastante atrativo.

Caixa, valor de opção: Nunca a aplicação do caixa rendeu tão pouco no Brasil. Mas diante da grande incerteza do cenário atual, o caixa tem o papel estratégico de amortecer eventuais movimentos de queda e nos dar uma moeda forte e líquida para tirar proveito de eventuais oportunidades. Atualmente, estamos com cerca de 7% do patrimônio do fundo em caixa.

Apesar do tom preocupado dessa carta, gostaríamos de concluí-la com uma nota de otimismo. Nós, brasileiros, estamos vivendo uma grave crise. Mas ela é apenas mais uma das frequentes crises pelas quais passamos. E, apesar do baixo crescimento das últimas décadas, tivemos conquistas institucionais importantíssimas como a redemocratização, o controle da inflação, melhor distribuição de renda e, mais atualmente, o combate à corrupção. Apesar de termos dado passos em falso, nossa sociedade se mostrou madura e responsável em momentos decisivos, como na recente reforma da previdência. Não deverá ser diferente dessa vez. Isso também passará!¹³

Atenciosamente,

Vinci Partners

¹³ Alusão a conhecida lenda persa que refleta a natureza transitória e efêmera da condição humana.
https://en.wikipedia.org/wiki/This_too_shall_pass

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

1T 2020

	jan/20	feb/20	mar/20	2020 YTD*	Acum**
Vinci Mosaico FIA	1,7%	-5,4%	-31,7%	-34,3%	295,4%
Ibovespa	-1,6%	-8,4%	-29,9%	-36,9%	16,0%

**Até 31/03/2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%	49,5%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%	31,6%

*Início em 12/07/2010



 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**1T 2020**

AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

Rio de Janeiro
55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo
55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

Recife
55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York
1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017