

Carta de Gestão

Prezados investidores,

Esta é a carta de gestão do 3º trimestre de 2022. No período, o Impacto Valuation FIA acumulou alta de 6,15% enquanto o Ibovespa subiu 6,66%.

Como mencionamos na carta passada, o cenário internacional segue marcado pelo contínuo aperto das condições financeiras e um risco cada vez mais iminente de desaceleração na economia dos países desenvolvidos no próximo ano. Por aqui, o cenário inflacionário parece mais benigno e o protagonismo todo se volta para a corrida presidencial no 2º turno.

Desde a sua criação, em 29 de setembro de 2006, o nosso fundo de ações acumula alta de 532,17% enquanto o Ibovespa rendeu 201,89%.

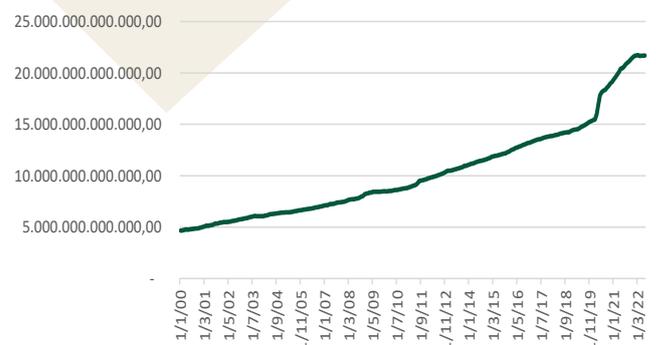
Retorno acumulado | Impacto Valuation FIA vs. Ibovespa



circulação são as formas que o FED tem para alcançar esses objetivos e sabemos que, para entender o presente, faz-se necessário com recorrência voltar ao passado.

Durante a crise de 2008, quando o crédito mundial secou por conta da falta de liquidez dos bancos privados, os bancos centrais das economias desenvolvidas iniciaram uma empreitada sem precedentes para jorrar dinheiro no mercado através de uma combinação de juros baixo ou até negativos e um programa de recompra de títulos, conhecido com QE (quantitative easing ou afrouxamento monetário). Essa política monetária se intensificou na pandemia, fazendo com que o balanço dos bancos centrais crescesse de forma jamais vista, incorporando as compras desses ativos. Tanta quantidade de dinheiro em circulação juntamente com uma disfuncionalidade das cadeias produtivas e uma guerra inesperada entre Rússia e Ucrânia culminou em uma inflação ao consumidor e ao produtor nos patamares mais altos dos últimos 40 anos na Europa e nos EUA. Chama-nos atenção, em especial, o preço da energia na Europa, que tem subido a patamares bem fortes sobretudo na Alemanha.

Oferta de Moeda M3 - EUA



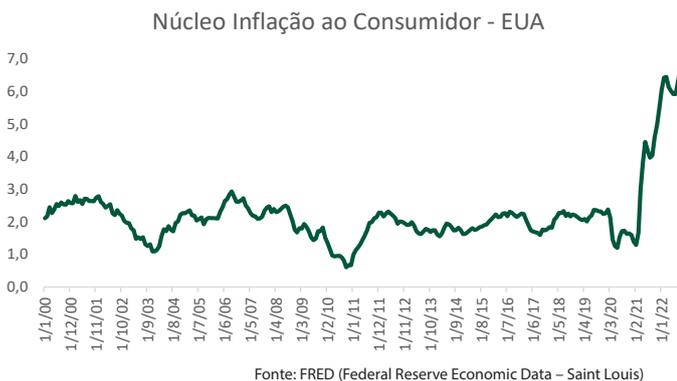
Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data - Saint Louis)

Mais preocupante que o patamar da inflação é a inércia inflacionária (capacidade de disseminação na economia) e o quão aquecido segue o núcleo inflacionário, que é a variação dos preços excluindo-se combustíveis e energia, que têm componentes sazonais diferentes. Esses fatores têm forçado com que os bancos centrais atuem de forma

Cenário Internacional - FED, we have a problem

A clássica frase do filme Apollo 13, modificada aqui para fins de contextualização, exemplifica bem o dilema que os mercados têm de lidar atualmente. O FED (Banco Central Americano) é o responsável pela política monetária dos Estados Unidos, ou seja, tem a responsabilidade de adotar medidas que visem a estabilidade do dólar e da economia do país. Para isso, ao contrário da grande maioria dos bancos centrais mundiais (que olham basicamente para a inflação), tem um mandato duplo, voltado para o controle de inflação e o alcance do máximo emprego possível. A definição da taxa de juros e o controle da quantidade de moeda em

mais dura e incisiva do que vinha sendo feito. Isso ajudou o dólar a se fortalecer perante diversas outras moedas, em especial o euro e a libra esterlina.



Sabemos que o mercado financeiro atua olhando para custo de oportunidade. Quando o ativo livre de risco da economia, que é a taxa de juros básica do país, sobe, ele acaba provocando uma alteração na percepção de valor de todos os outros ativos. Para saber o valor justo de um ativo o mais comum é fazer uma projeção financeira dos resultados para poder achar a capacidade futura de geração de caixa. Após isso, nós somamos esses fluxos de caixa futuros e trazemos a valor presente descontado por uma taxa, que vai ser maior à medida que as taxas de juros sobem. Então, uma elevação na taxa de juros provoca uma diminuição no valor dos ativos. Além disso, uma taxa de juros maior encarece o custo da dívida das empresas, fazendo com que elas tenham mais despesas financeiras e, conseqüentemente, menos lucro. Isso é somente parte das conseqüências.



Um outro efeito, cada vez mais esperado pelo mercado, é uma recessão. A elevação na taxa de juros até o patamar restritivo (isso é, acima da inflação), que faz com que os juros reais sejam positivos também tem o poder de jogar a economia numa recessão, já que freia o consumo das pessoas e a capacidade de investimento das empresas. Uma recessão provoca desemprego e instiga os investidores a revisarem para baixo o lucro das empresas. E uma recessão na economia que detém 25% do PIB mundial é algo que acende um alerta em qualquer investidor.

Como já foi dito na última carta, a política monetária opera com defasagens. Sendo assim, esperamos que todo esse efeito da elevação da taxa de juros americana tenha um efeito mais forte na economia em 2023.

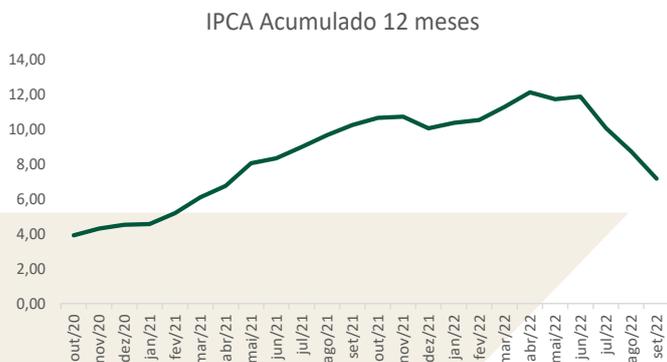
Merece também destaque a piora dos preços de ativos no Reino Unido, diante da intenção do governo da nova primeira-ministra Elizabeth Truss em fazer um programa de expansão fiscal focado em corte de impostos e subsídios às contas de energia, agravando o déficit público por lá. O mercado reagiu conforme esperado e houve piora consistente dos títulos públicos de longo prazo e depreciação da libra.

*Obs: após a confecção desta Carta, Liz Truss renunciou ao cargo de primeira ministra e quem assumiu foi Rishi Sunak, do Partido Conservador.

Cenário Nacional – Fizemos o dever de casa, mas somos a bola da vez?

Olhando para fora, vários países emergentes parecem pouco investíveis ou não investíveis no momento e os motivos são vários, que vão desde guerra à interferência cada vez mais pesada do governo na economia, passando pela incapacidade de lidar com inflação.

O Brasil parece estar do outro lado da mesa nessa história. Nosso banco central se adiantou ao processo inflacionário doméstico e mundial e começou a subir juros há mais de 1 ano. Desde então, saímos de 2%a.a. na Selic para 13,75%a.a., sendo que na última reunião o Copom optou por manter a taxa de juros estável, sinalizando que está monitorando atentamente os dados para voltar a apertar novamente caso necessário. Não temos exposição geopolítica a nenhum conflito e nossos dados econômicos têm mostrado melhora. Houve deflação nos dados dos últimos 3 meses do IPCA (influenciado pela redução no preço de combustíveis através da queda do ICMS na composição do preço), o desemprego vem caindo e devemos ter um crescimento do PIB superior a 3% em 2022, de acordo com projeções do FMI. Além disso, as projeções do FOCUS para o IPCA de 2022 seguem diminuindo consistentemente, ainda que fora da meta.



Fonte: IBGE

Temos uma eleição em curso cujo 2º turno se dará entre 2 presidente antagonicos, porém com um congresso e senado eleitos com viés mais conservador e de centro direita, o que poderia impedir impulsos populistas caso um governo de esquerda mais gastador venha a ganhar. Nossos velhos problemas não mudaram: o cenário fiscal continua a ser desafiador e precisa ser enfrentado pelos nossos representantes políticos. Nossas reformas estruturais estão cada vez mais urgentes e precisam ser discutidas. Esperamos que as pautas que realmente interessam ao Brasil sejam debatidas no próximo mandato presidencial.

Contribuições positivas no trimestre

As principais contribuições positivas no trimestre para o Impacto Valuation vieram das posições compradas em MRV (MRVE3), Petrobras (PETR4), Aliansce Sonae (ALS03), Banco do Brasil (BBAS3) e Itau (ITSA4).

A MRV estava com o preço bastante comprimido das suas ações, precificando um cenário inflacionário com pressões de margem em seus resultados. Os recentes dados de arrefecimento da inflação ajudaram a aliviar a pressão nas ações da companhia.

Petrobras, apesar de estar em foco por conta da eleição, obteve um bom desempenho no trimestre e segue com valuation atrativo, ainda que o risco político pese sobre a empresa. Foi a empresa que mais pagou dividendos no mundo em 2022, com um dividend yield superior a 40% no ano. Essa forte distribuição de proventos ajudou a trazer fluxo de investidores para Petrobrás.

Banco do Brasil e Itau tiveram bons resultados operacionais no último trimestre, com alto ROE e inadimplência sob controle. Vemos ambas as companhias muito bem posicionadas para o cenário macroeconômico mais desafiador nos próximos trimestres. Diminuímos nossa posição direcional em algumas delas pois entendemos que havia pouca margem de segurança e para poder alocar em caixa parte dos ganhos como forma de garantir um colchão para momentos de maior turbulência que eventualmente possamos enfrentar no curto prazo.

Contribuições negativas no trimestre

Vale (VALE3) foi a principal contribuição negativa no 3º trimestre. As ações da Vale sofreram pelos dados

macroeconômicos mais fracos vindos da China, que refletiram no preço do minério de ferro que chegaram a cair 25% no trimestre, impactando negativamente a ação.

Conclusão

O cenário futuro continua sendo de elevada incerteza a respeito do ritmo da desaceleração da economia global e da persistência da inflação. Nos parece que a era do free money, que perdurou de 2008 até hoje, realmente teve seu fim decretado e o que nos resta é nos acostumarmos a conviver com um mundo com juros relativamente mais altos, sem valuations esticados nem empresas incapazes de gerar caixa. Vemos os EUA como mais preparados para enfrentar esse novo desenho de mundo do que a União Europeia.

Além do cenário econômico parecer melhor no Brasil, nossa bolsa segue parecendo muito barata quando comparada à sua média histórica. Na relação P/L (preço/lucro) para os próximos 12 meses, o Ibovespa está sendo negociado pouco abaixo de 7 vezes contra uma média histórica de cerca de 11,5 vezes. Isso nos deixa confiante nas nossas alocações, que misturam empresas sólidas, com forte geração de caixa e baixo endividamento, somado a empresas de menor valor de mercado e com forte potencial para gerar ganhos substanciais, com a diminuição da taxa Selic.

Para nós da Impacto, essas são questões importantes de se acompanhar. Investimento em renda variável é sempre buscar ter consistência no longo prazo e os ganhadores desse jogo são os que conseguem domar a ansiedade e priorizar a paciência.



@impactoinvestimentos



Impacto Investimentos



@impactoinvest



Visite nosso site e descubra como a Impacto pode te auxiliar.



impactoinvestimentos.com.br

Disclaimer: Essas informações foram obtidas de fontes consideradas idôneas, mas sua integridade e exatidão não podem ser garantidas. Esse Relatório não pode ser duplicado ou, por quaisquer meios, distribuído sem o prévio consentimento escrito da Impacto Investimentos.



Impacto

Impacto Investimentos - Belo Horizonte/MG -
AV. Getúlio Vargas, 874, 16º andar - sala 1607

- Funcionários