

Carta de Gestão

Prezados investidores,

Esta é a carta de gestão do 4º trimestre de 2022. No período, a rentabilidade do Impacto Valuation FIA foi de -3,97% enquanto o Ibovespa caiu -0,28%. No acumulado do ano de 2022, o nosso FIA rendeu -4,92%, ao passo que o seu benchmark subiu +4,69%.

Desde a sua criação, em 29 de setembro de 2006, o nosso fundo de ações acumula alta de 507,10% enquanto o Ibovespa rendeu 201,06%.

O retorno anualizado desde o início do nosso fundo é de 11,74% ao passo que o do Ibovespa é de 7,02% no mesmo período.

economia no âmbito do aumento do desemprego. Vale lembrar que o mandato do FED é de taxa de inflação e taxa de desemprego. Aos poucos, iremos ver ao longo de 2023 que a palavra inflação irá começar a dar espaço para a palavra recessão. Já vemos demissões em massa entre as big techs americanas: META (dona do Facebook) anunciou o corte de mais de 11 mil postos de trabalho, ao passo que a Alphabet (dona do Google) quer demitir ao menos 12 mil empregados e Amazon planeja dispensar nada menos que 18 mil dos seus colaboradores. Aos olhos do investidor que enxerga o presente não como uma foto estática, mas sim como parte de um longo filme, parece que estamos no final melancólico de uma era de excessos, marcada por taxa de juros amplamente baixas, expansionistas e por tempo prolongado que culminou numa alocação de capital não tão eficiente quanto a que provavelmente iremos ver a partir de agora.

Já a Europa tem conseguido a árdua tarefa de enfrentar o inverno sem uma crise energética provocada pelo aumento do preço do gás natural e possível escassez de suprimento causada pelo conflito da Rússia e Ucrânia. O preço da commodity chegou a ser negociado em dezembro praticamente no mesmo patamar pré-guerra, ao redor de 76 euros por megawatt/hora (MWh). Pouco meses antes, em agosto, esse nível de preços atingiu incríveis 350 euros.

Retorno acumulado | Impacto Valuation FIA vs. Ibovespa



Fonte: CVM

Cenário Internacional

Os mercados internacionais, em especial dos países desenvolvidos, seguem com seu ritmo ditado pelo fino equilíbrio entre a política monetária dos bancos centrais e os dados macroeconômicos divulgados. Nos EUA passamos a ver, ao final de 2022, dados mistos com taxa de desemprego nas mínimas históricas (corroborando com pressões salariais) e dados de inflação ao consumidor e ao produtor já demonstrando proximidade do pico. O FED (Banco Central Americano) vem monitorando atentamente esse cenário para conseguir levar a taxa de juros norte americana para um patamar que seja restritivo, porém sem asfixiar a

Preço Gás Natural (Euro/MwH)



Fonte: Investing.com

O caminho encontrado pelas autoridades europeias foi o de estocar e racionar, além de importar gás liquefeito natural dos EUA. A Alemanha, em especial, conseguiu diminuir sua exposição ao gás natural russo e passou a contar com a Noruega como a principal fornecedora, respondendo por 33% de suas importações totais. Nesse contexto, a inflação nos países europeus já mostra sinais de arrefecimento, mas ainda segue alta no acumulado dos últimos 12 meses, com alguns índices fechando o ano de 2022 inclusive maior que nosso IPCA, que foi de 5,79%.



Fonte: Banco Mundial, FMI

Importante ressaltar, por último, a mudança da visão do governo chinês em relação ao enfrentamento da Covid no mês de dezembro. Anteriormente atacando o problema com lockdowns radicais que geraram protestos e revoltas em grandes cidades chinesas, os dirigentes do Partido Comunista passaram a adotar uma grande flexibilização a nível nacional, levando hospitais a ficarem lotados e um número muito elevado de novos casos diários. No entanto, isso não alterou o ritmo acelerado da reabertura econômica e, à medida que a circulação das pessoas volte ao normal, é esperado um aumento na taxa de crescimento do PIB.

Cenário Nacional

Brasil: value trap ou too cheap to ignore?

O Brasil provavelmente é o caso mais emblemático e clássico do eterno país do futuro. Por um lado, temos uma população imensa, grandes recursos minerais, vários rios navegáveis, uma extensa costa litorânea e um bioma rico em diversidade. Por outro, temos uma inesgotável capacidade de caminharmos sem sair do lugar e criarmos nossas próprias crises políticas, econômicas e institucionais. Seja pela baixa qualidade da classe política – que atrasa e impede reformas estruturais – como pela baixa produtividade do trabalhador médio, volta e meia somos tomados pela sensação de que o futuro que nos foi prometido nunca chega de fato.

Mais uma vez, vemos esse cenário tomar corpo. Fizemos reformas importantes nos últimos 6 anos que ajudaram a pavimentar um caminho, ainda que não retilíneo, rumo a uma certa prosperidade e mais favorável aos negócios e ao empreendedorismo de forma geral, com o estado deixando de ser o protagonista do crescimento econômico. A despeito de ideologias políticas, que não é o objetivo dessa carta e nem o da nossa gestão de ativos, cada vez ficava

evidente que o Brasil seria a bola da vez para o cenário pós-pandêmico. Ao contrário das grandes economias mundiais, que ainda estão subindo juros e tentando controlar inflação, nosso país já havia feito esse dever de casa e passou a ser visto com bons olhos para os investidores estrangeiros pelos seguintes motivos:

- maior aversão do investidor à política mais intervencionista chinesa na economia (além da desaceleração do crescimento por lá);
- conflito bélico russo-ucraniano;
- Europa em estagflação (combinação de crescimento estagnado e inflação alta) e
- EUA em rota de provável recessão em 2023.

Os múltiplos muito baixos por aqui, já incorporando a depreciação no valuation das empresas derivada da maior taxa de desconto, também se somam a todos esses quesitos que corroboram com a expectativa em relação ao Brasil. Atualmente, o P/L (preço/lucro) projetado do Ibovespa se encontra na casa de 6,6x, inegavelmente menor que sua média dos últimos 15 anos, que é de 11,1x. Ainda que acertadamente pese o custo de oportunidade da renda fixa na alocação de recursos, o valuation barato deverá continuar a atrair recursos para a bolsa brasileira e, se combinado com uma futura queda da Selic, poderá ser atrativo para a rentabilidade de ativos de renda variável. Pede atenção, no entanto, a trajetória da política fiscal do novo governo. Ainda não é claro qual rumo tomaremos nesse sentido e, portanto, certa volatilidade é esperada. Sabemos, como gestores profissionais, que a fórmula mais simples e eficiente de sucesso nos investimentos é comprar ativos na baixa e vendê-los na alta, repetindo esse ciclo constantemente para gerar valor ao investidor no longo prazo. Nem por isso é sempre fácil executar essa estratégia, pois envolve definir o que seria barato o suficiente para valer o risco da alocação.

Portanto, buscando responder à questão inicial se o Brasil é uma armadilha de valor ou está muito barato para ser ignorado, entendemos que os preços atuais já incorporam a visão negativa para ativos de risco e que, para uma janela de longo prazo, nos parece uma boa oportunidade a entrada em ações no momento.

Contribuições positivas e negativas

Em termos relativos, os ativos de risco no Brasil tiveram uma performance interessante: o Ibovespa subiu 4,7% em R\$ e nossa moeda também teve uma performance positiva, subindo 6,5% em relação ao dólar. O S&P500 caiu -19,7% em 2022 e os títulos de 10 anos da dívida americana retraíram -13,9%. Importante mencionar que a performance do Ibovespa em 2022 concentrou-se nos setores de energia (Petrobras), commodities (Vale) e financeiro (grandes bancos). Os demais setores e as empresas denominadas small caps (menor valor de mercado) apresentaram uma queda acentuada no ano. Isso ajuda a explicar, em boa medida, a diferença de performance entre nosso fundo e o índice. Ainda que as maiores posições do Impacto Valuation sejam em empresas dos setores que tiveram performance positiva (Vale, Petrobras e Itausa), a participação dessas companhias no patrimônio do fundo é inferior ao peso das

mesmas no índice. Entendemos que o mais importante para nossos investidores não é simplesmente o retorno mas o retorno ajustado ao risco. Sendo assim, a diversificação das nossas posições é um elemento fundamental para controlar o risco do fundo.

Na outra ponta, nossas posições em Cosan e em empresas de menor valor de mercado sofreram bastante com as condições adversas de mercado. Fizemos o devido rebalanceamento dessas posições e chegamos a ficar alocados em renda fixa com quase 20% do patrimônio do fundo em determinado momento do 4º trimestre.

Conclusão

O ano de 2022 trouxe enormes lições e surpresas sob diversas óticas. Conseguimos controlar a pandemia da Covid-19 a nível mundial, o que possibilitou uma retomada da livre circulação de pessoas e mercadorias pelas mais diversas cidades do mundo. Sem dúvidas, essa foi uma grande conquista. No plano econômico, fomos surpreendidos com a maior inflação dos últimos 30 anos nos países europeus e nos EUA, que forçou os bancos centrais ao redor do mundo a adotar uma política monetária contracionista, elevando juros a patamares restritivos acima do neutro. Já complexo, o cenário mundial se tornou ainda mais duro com conflito entre Rússia e Ucrânia. A cabeça do investidor martela a mesma pergunta: como se posicionar em meio a tanto ruído? Não é fácil e não ousaremos responder com exatidão. Desconfie de quem o faz. Ao contrário, nós trabalhamos com alguns cenários para as empresas que olhamos mais a fundo. Nesse sentido, com tanta volatilidade nos preços dos ativos, emerge como fundamental a margem de segurança para o investimento em ações. Por isso, estamos continuamente buscando oportunidades em empresas mais premium, com menor alavancagem, geradoras de caixa e que possuam margens nos seus negócios mais altas que a média dos seus pares e do seu setor. O nosso fundo de ações está posicionado, nesse sentido, de forma a capturar a volta do fluxo do investimento em renda variável sem deixar de lado o atrativo retorno da renda fixa como estratégia de diversificação e proteção para que nosso investidor e cotista consiga retornos acima da média com o devido ajuste ao risco.

Desde 2006, ano de início do fundo, até hoje, nossa gestão se pauta sempre pelos mesmos valores: encontrar empresas cujo valor intrínseco seja maior que o preço atual. Preço é o que se paga, valor é o que se recebe, já diria um senhor de 92 anos chamado Warren Buffett.

Agradecemos a confiança.



@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