

Carta do time de gestão – agosto de 2025

Visão Macro

Gostaríamos de aproveitar a ocasião desta carta do mês de agosto para relembrarmos alguns fundamentos básicos que estão por trás da nossa abordagem sobre investimentos na América Latina. Muitas vezes nossa comunicação se concentra nos aspectos mais sofisticados da construção de cenários, mas de vez em quando é importante também voltarmos aos fundamentos mais básicos que regem as nossas decisões, como faremos agora. Usamos a abordagem descrita abaixo nos nossos dois fundos, mas, no que segue, gostaríamos de enfatizar especificamente os fatores que tornam o nosso Exploritas Latam FIA um fundo diferente e atrativo para a composição do portfólio dos nossos clientes.

Quando falamos de investimentos em ações de diferentes países, podemos dividir a atribuição de retornos em três principais categorias:

- (1) O lucro/fluxo de caixa da empresa em si;
- (2) O múltiplo em que a ação está sendo negociada;
- (3) A moeda em que está denominado o fluxo de caixa da empresa.

Isso é algo bastante intuitivo: no caso de uma empresa brasileira com lucro de 10 reais que está sendo negociada no mercado a 10 vezes lucro, a ação vale 100 reais. Mesmo que o lucro da empresa permaneça estável ao longo do tempo, o mercado poderia por alguma razão decidir pagar 8, 10, ou 12 vezes este lucro, o que daria, respectivamente, um preço de 80, 100 ou 120 reais para esta ação.

Mas, quando falamos de empresas sediadas em outros países, com fluxos de caixa denominados em moedas diferentes da nossa, o valor do câmbio também afeta o retorno do investimento. Transformando o exemplo acima em uma empresa que opera em outro país, com 10 de lucro sendo negociada a 10 vezes lucro, teríamos um *valuation* de 100 na moeda desse outro país. Se o câmbio vale 1 para 1, o valor do investimento em reais também vale 100. Mas, se o câmbio entre o Real e esta moeda passa para 0.50, o investimento passa a valer 50 reais. Portanto os mesmos 10 de lucro na moeda do país, com múltiplo estável de 10 vezes, valendo os mesmos 100 na moeda estrangeira, valem agora apenas 50 reais. Sem nenhuma mudança no *valuation* do negócio e nem do lucro da empresa, o investidor acabou de ter uma perda de 50% no valor do seu investimento, sendo essa perda realizada ou não.

Moedas, portanto, são vetores importantes para investimentos fora do país e, muitas vezes, o investidor desejará fazer o *hedge* dessa exposição cambial para ficar focado apenas no *valuation* do negócio em si e não em questões macro que afetam o câmbio do país em que esta empresa está sediada.

Felizmente, porém, no caso específico do Brasil, que é um país de juros muito altos, quando olhamos esse investimento em moeda estrangeira a partir de um fundo domiciliado aqui em reais, temos o benefício de sermos bem pagos para fazer o *hedge*, dado que os nossos juros são em geral muito maiores do que os juros da moeda a ser *hedged*. Portanto, para fundos domiciliados no Brasil com

investimentos no exterior, esse fator de risco/retorno é bastante importante. Quando um fundo local estuda fazer investimentos em ações denominadas em outras moedas, é muito importante ter uma visão ativa sobre fazer ou não a proteção da moeda, algo que pode ser crucial para se ter um bom ou mal investimento no final das contas.

Já o **múltiplo** a ser pago por uma ação tem a ver com a visão global sobre a empresa, se ela tende a crescer ou não, sobre qual é a previsibilidade dos seus fluxos de caixa, sobre as características do *business* em si onde a empresa está inserida, se o mercado é concorrencial ou não etc. Às vezes, aparecem oportunidades onde esses múltiplos em que a empresa está sendo negociada no mercado se descolam do que acreditamos ser justificado para a companhia. Mas um fator fundamental, também, quando olhamos para os múltiplos é a taxa de juros, porque (especialmente num país de juros altos como o Brasil) ela é um fator determinante para o valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa. Variações na taxa de desconto afetam o valor presente dos fluxos futuros e mudam o que se enxerga de PE/PL justos para um determinado ativo. Portanto, ter uma visão sobre a taxa de juros e sobre possíveis mudanças dela ao longo do tempo também são fundamentais para se determinar o valor dos ativos.

O **lucro** e o fluxo de caixa, por sua vez, são as partes mais intuitivas na análise de ações. Mas, dadas as nuances da contabilidade, é sempre importante ter uma equipe com experiência para entender as demonstrações financeiras da empresa. A equipe tem que saber, por exemplo, separar mudanças passageiras de *impairments* permanentes, barreiras de entrada reais de *hypes* que se evaporam, lucros e fluxos presentes versus dinâmicas de longo prazo. Para entender tudo isso, é importante que o analista consiga separar e antecipar essas dinâmicas de curto e longo prazos, podendo antever impactos nos fluxos de caixa ao longo da existência do ativo. Juntando isso com as outras métricas que falamos acima, ele pode chegar a conclusões sobre o valor presente dos fluxos e assim enxergar arbitragens em relação ao preço que o mercado está avaliando esse ativo. No fundo, investir em ações também é arbitrar entre os diferentes cenários possíveis *versus* a visão expressa pelo mercado no preço em que a ação está sendo negociada.

Juntando os diferentes vetores mencionados acima e colocando-os dentro de um modelo tradicional de precificação de ativos como o CAPM ou o Gordon growth model, temos algo como:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

$$P = \frac{D_1}{r - g}$$

$E(R_i)$ = retorno esperado do ativo de capital

R_f = taxa de juros livre de risco

β_i = sensibilidade

$E(R_m)$ = retorno esperado do mercado

P = preço das ações

D_1 = valor do dividendo do ano seguinte

r = custo constante do capital próprio

g = taxa de crescimento constante

Num país de juros básicos altos como o Brasil, é inevitável que a pedra angular de um modelo desses, quando aplicado na prática por aqui, seja a taxa de juros. Ela é a base de tudo e é praticamente obrigatório, estando no Brasil, ter uma visão apurada sobre a dinâmica dos juros básicos ao longo do tempo. Além disso, ter uma visão sobre **riscos de mercado** também é essencial. Temos que saber, por exemplo, se os prêmios que determinados mercados estão nos pagando para correr outros riscos acima da (alta) taxa de juros básica são razoáveis ou não. Isso vale para riscos de mercado, de crédito, de liquidez, de governança, riscos regulatórios, riscos de competição etc.

Por vezes, olhando para diferentes mercados e países, podemos separar as taxas “*risk free*” de cada país dos seus respectivos prêmios de risco e isso tem sido algo importante na geração de *alpha* dos fundos da Exploritas, conforme explicamos a seguir.

Quando fazemos nossas análises, chegando na melhor estimativa dos fluxos de caixa, podemos ver o valor (P) cuspidado pelo modelo como um “preço alvo” a ser comparado com o preço de mercado atual. **Apesar de ser útil, porém, essa não é a forma que mais gostamos de pensar sobre investimentos.**

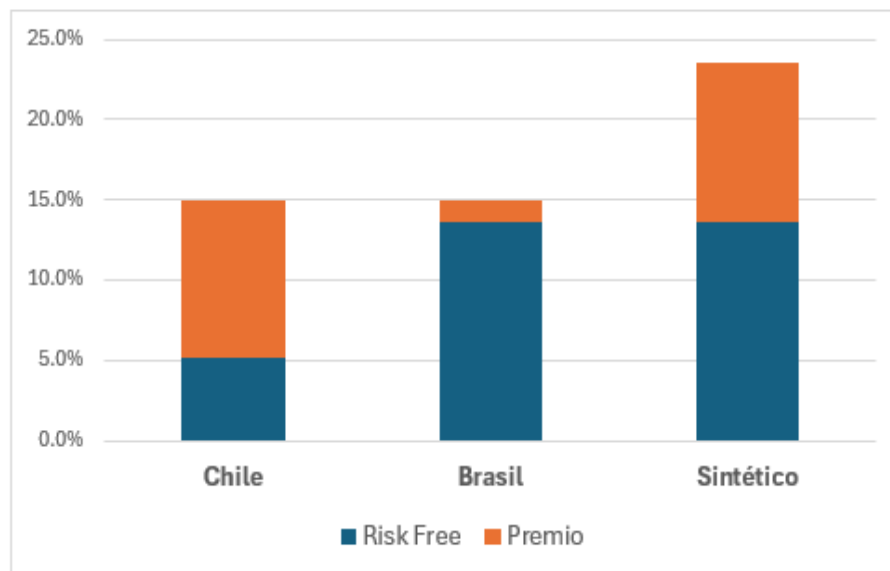
Alternativamente, podemos deixar P como um preço dado pelo mercado e deixarmos como variável dependente do modelo o “r”. Assim, podemos saber qual é a taxa de retorno implícita no ativo, segundo todos os *inputs* das nossas análises e podemos comparar essa taxa interna de retorno com outras alternativas do mercado (incluindo outras classes de ativos, como renda fixa e crédito privado) não só no Brasil como no exterior também.

Como no Brasil temos taxas de juros básicas bastante altas, é grande a chance de encontrarmos no nosso modelo de CAPM, por exemplo, um custo de capital próprio da empresa que é muitas vezes maior do que a taxa de retorno implícita no preço dos ativos. Isso nos levaria, por vezes, a concluir que são poucas as ações brasileiras que geram prêmios de risco relevantes sobre o CDI que as fazem ser um bom investimento **às taxas de juros atuais de mercado**. É importante ressaltar este último ponto, pois caso tenhamos uma mudança relevante na taxa de desconto vinda da curva de juros, mesmo papéis ruins aos juros atuais podem se tornar muito atrativos com juros menores adiante. Mas, afora cenários de queda de juros relevante que tornam a classe de ativo das ações como um todo atrativa, no geral, o chamado *Equity Risk Premium* no Brasil costuma ser baixo.

Supondo, por simplicidade, no momento, juros estáveis e olhando o mercado de ações em outros países da América Latina, por vezes achamos ativos com taxa interna de retorno (TIR) similares ao que vemos no Brasil, mas com uma quebra bastante diferente entre taxa de retorno *risk free* e prêmio de risco (ERP). Isso porque essas ações estão inseridas em países onde as taxas de juros básicas são muito mais baixas do que a brasileira.

Olhemos a comparação com o caso do Chile, por exemplo, no gráfico abaixo. Uma ação que porventura tenha a mesma taxa interna de 15%, por estar inserida num país de juros básicos baixos, oferece um *equity risk premium* muito mais atrativo para o investidor do que se a empresa estivesse inserida no contexto do Brasil, com juros básicos muito mais altos. A questão é: o que um fundo de investimentos local, com cota em reais, que está inserido nesse ambiente de juros altos pode fazer para tentar arbitrar essa diferença de *equity risk premium* entre os países?

	Chile	Brasil	Sintético
Risk Free	5.1%	13.6%	13.6%
Premio	9.9%	1.4%	9.9%
TIR	15%	15%	24%



Montando as partes: a alternativa para o fundo local seria tentar montar o “ativo sintético” descrito na última coluna da tabela acima. Isso seria equivalente a tentar captar o *equity risk premium* alto do Chile e, ao mesmo tempo, não renunciar ao CDI alto do Brasil, “empilhando”, portanto, em cima de uma taxa de juros básica alta o prêmio de risco mais elevado do nosso vizinho. Na prática, quando você compra uma ação chilena e faz o *hedge* cambial da posição (recebendo, portanto, o carregio do juro brasileiro para fazer essa proteção), você está justamente fazendo isso.

Por vezes, portanto, vemos como a melhor estratégia para os nossos fundos tentar combinar a taxa “livre de risco” alta que encontramos no Brasil com prêmios de risco mais atrativos que encontramos tanto em outros países como também, alternativamente, em outras classes de ativos. No passado, já vimos prêmios de risco de Petrobrás ou Banco do Brasil, por exemplo, que eram muito mais atrativos no bonds em dólares dessas empresas do que nas suas respectivas ações negociadas na Bovespa. Hoje, por exemplo, vemos prêmios relevantes em ações no Chile e debêntures participativas da Vale.

Além disso, quando olhamos para a taxa de juros “*risk free*” no Brasil, também preferimos trocar os juros nominais por juros reais (NTN-Bs), onde vemos maior assimetria, combinado com um seguro contra riscos inflacionários. Nos parece que esse seguro, no momento, está barato frente ao histórico inflacionário brasileiro. Essa proteção contra inflação também pode ser encontrada em algumas ações. Mas, não são todas as empresas que têm capacidade de repasse dos seus custos para os preços finais dos seus produtos, por conta das especificidades de cada mercado onde estão inseridas.

A carta deste mês tem o objetivo de dar uma maior transparência na maneira como olhamos as oportunidades de investimentos dentro do nosso FIA. Como mostramos, temos diferentes fatores que influenciam a composição do nosso portfólio. Gostamos de separar a taxa “*risk-free*” dos prêmios de

risco, buscando a melhor maneira de empilhar esses prêmios em cima do CDI. O objetivo é chegar na maneira mais eficiente e assimétrica de compor “*equity like returns*” que, por vezes, vem de ativos na parte de ações, mas também podem vir de *bonds*, de prêmios em câmbio ou títulos públicos com prazos mais longos.

Essa maneira diferente do Exploritas FIA de olhar as oportunidades, junto com o foco em ações na América Latina, o tornam um produto diferente e muitas vezes descorrelacionado. Por olhar diferentes ativos, muitas vezes ele passa a ter fatores primitivos de risco distintos de outros produtos na mesma classe de FIAs.

Performance e posicionamento dos fundos

Exploritas Latam FIA

O Exploritas Latam FIA teve um desempenho negativo de 2,21% no mês de Agosto. Conforme escrevemos no posicionamento de Julho da última carta, viramos o mês comprados em 70% em ações, posição relativamente pequena contra o histórico do fundo por enxergar melhores alternativas em títulos públicos. Na parte de renda variável tivemos contribuição negativa em prêmios de *puts* para proteção e em papéis como Cosan, CBAV, Rumo e Evex. No *book* de renda fixa tivemos desempenho negativo das NTN-Bs (juros reais) onde enxergamos grande assimetria.

O Exploritas Latam FIA está 74% comprado em ações no momento, também temos 18% de exposição em *bonds*, com destaque para as debentures participativas da Vale. Em títulos públicos seguimos aplicados em juro real via NTN-B onde vemos grande assimetria com taxas no nível mais alto dos últimos 20 anos. Dada a assimetria acreditamos ser prudente ter exposição relevante nesse ativo na parte média e longa da curva.

Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)

O Exploritas Alpha teve desempenho negativo de 7,92% com destaque negativo para o *book* de ações. Foi um mês difícil, com perdas de 200bps na parte *long* e aproximadamente 490 bps na parte *short* onde tínhamos proteções para o portfólio via *puts*. Na parte de juros tivemos contribuição positiva de 26 bps.

O Exploritas Alpha segue enxergando oportunidades relevantes na parte de juros real com destaque para a posição comprada em NTN-Bs na parte média e longa da curvas, especialmente com as implícitas relativamente baixas funcionando como *hedge* de proteção. Ressaltamos que a média dos últimos 20 anos da inflação implícita está em 5,5% e atualmente tradeando mais para baixo desse nível para prazos coincidentes.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas