



# LUXOR

—  
INVESTIMENTOS

## Carta aos Investidores

Março 2023



## Mensagem do Gestor

*Na primeira carta semestral que escrevemos, falamos sobre os ajustes que fizemos nos fundos, a nossa filosofia de investimentos e a forma como lidamos com momentos desafiadores como foi o ano de 2022. Nesta segunda carta, explicaremos o novo mandato do Luxor Mangalarga, com foco nas razões por que definimos a sua nova meta de retorno em dólares e faremos uma atualização dos resultados e das mudanças no portfólio.*



## 1. O Novo Mandato

Com o objetivo de melhorar a nossa prática de investir, fizemos algumas mudanças internas recentemente como a definição de uma nova forma de nos comunicar com os investidores e o redesenho da estrutura dos fundos como explicamos na primeira carta. Na virada do ano de 2022 fizemos mais um importante ajuste: redefinimos o mandato do Luxor Mangalarga. Na sua essência, pouca coisa mudou. O fundo continua a ter como foco o investimento em negócios, segue com uma estrutura de custos simples e compatível com o seu horizonte longo de investimentos (apenas taxa de gestão, sem taxa de performance) e com a prerrogativa de alocar capital globalmente.

Entretanto a maior mudança foi a definição de uma nova meta de retorno para o fundo de CPI US<sup>2</sup> + 6,5% em dólares, em linha com os objetivos de retorno do grupo. Além disso, optamos por não definir um limite de risco baseado em volatilidade, mas sim em limites de concentração geográfica e por ativos e uma diretriz de perda máxima de capital de 30%. O resumo do novo mandato está na tabela abaixo. Estamos a disposição para esclarecimentos adicionais.

Luxor Mangalarga FIC FIA	
Categoria	Fundo Global de Ações
Estratégia	Fundamentalista com foco em ações
Moeda Base	USD
Objetivo de Retorno	CPI US + 6,5%
Limite de concentração	Por Ativo   Max 15%
Geografia	Mercados Desenvolvidos   50 – 100% Brasil   0 – 50%
Aplicação Resgate	A: D+0   M+0 R: D+0   M+1
Taxa de Gestão	2,1% (2% Luxor + 0,1% BTG)
Taxa de Performance	0%

<sup>1</sup>CPI US é o índice de inflação dos EUA.



Focaremos aqui nas razões por que optamos por definir a meta de retornos do fundo em dólares.

## 2. A Nova Meta de Retornos

Ao longo de 2022, debatemos bastante os prós e contras de definir a meta do fundo em dólares ao longo do processo de construção do novo mandato e temos uma certeza – o tema não tem uma resposta óbvia e toca tanto em considerações técnicas sobre as melhores práticas de gestão de capital quanto em decisões estratégicas cujo resultado prático envolve riscos e só será observado no longo prazo. Apresentaremos aqui os principais pontos que consideramos ao tomar esta decisão e dividiremos com vocês o racional da nossa escolha.

### 2.1 O componente global das cestas de consumo

Em última instância, queremos utilizar a renda gerada a partir do patrimônio que administramos para consumo. Portanto, é de fundamental importância que exista um alinhamento entre o nosso passivo – nossas necessidades de consumo – e nossos ativos. Idealmente, deveríamos poupar na mesma moeda em que são denominados os bens e serviços que consumimos para minimizar o impacto de variações cambiais sobre o nosso patrimônio. Entretanto, esse alinhamento perfeito entre ativo e passivo é muito mais difícil do que parece na prática por dois motivos – a

integração global dos mercados de bens e o componente internacional da cesta de consumo de cada indivíduo.

Primeiro, parcela significativa do que consumimos consiste em bens chamados “comercializáveis” que são aqueles negociados em mercados globais. Estes bens tem seu preço determinado internacionalmente e, em geral, em dólares. Logo, independente de onde residimos, o custo destes bens é influenciado diretamente pelas oscilações do poder e compra da moeda local. Além disso, é comum que as pessoas tenham alguma parte dos seus gastos em viagens e compras no exterior.

Assim, combinando esses elementos, estimamos que parte significativa de tudo que uma pessoa de classe alta que mora no Brasil consome seja “dolarizado”. Logo, um portfólio 100% alocado em ativos locais teria um risco cambial oculto grande considerando a parcela dolarizada da sua cesta de consumo. Para alguém que vive nos EUA, valeria o mesmo conceito, mas como os preços das commodities internacionais são definidos em dólar o componente “estrangeiro” na sua cesta de consumo seria bem menor.



## 2.2 O Dólar como reserva de valor

O segundo ponto importante que baseou nossa decisão por medir nosso patrimônio em dólares está na melhor capacidade do Dólar de preservar seu poder de compra ao longo do tempo. Medir o poder de compra não é tarefa das mais fáceis. Além da volatilidade das taxas de câmbio, os índices de inflação de cada país são diferentes o que dificulta a construção de uma medida precisa de evolução do poder de compra relativo de duas moedas. Portanto, trazemos aqui duas formas de observar este ponto comparando o Real e o Dólar: a inflação nos dois países e o poder de compra relativo das moedas medido em gramas de ouro.

Primeiro, sabendo que a inflação é, por definição, a perda de poder de compra de uma moeda no tempo, a simples observação de que a inflação no Brasil não só é mais alta como mais volátil do que nos EUA é uma evidência de que o poder de compra do Dólar é mais estável e mais previsível no tempo (gráfico 1).

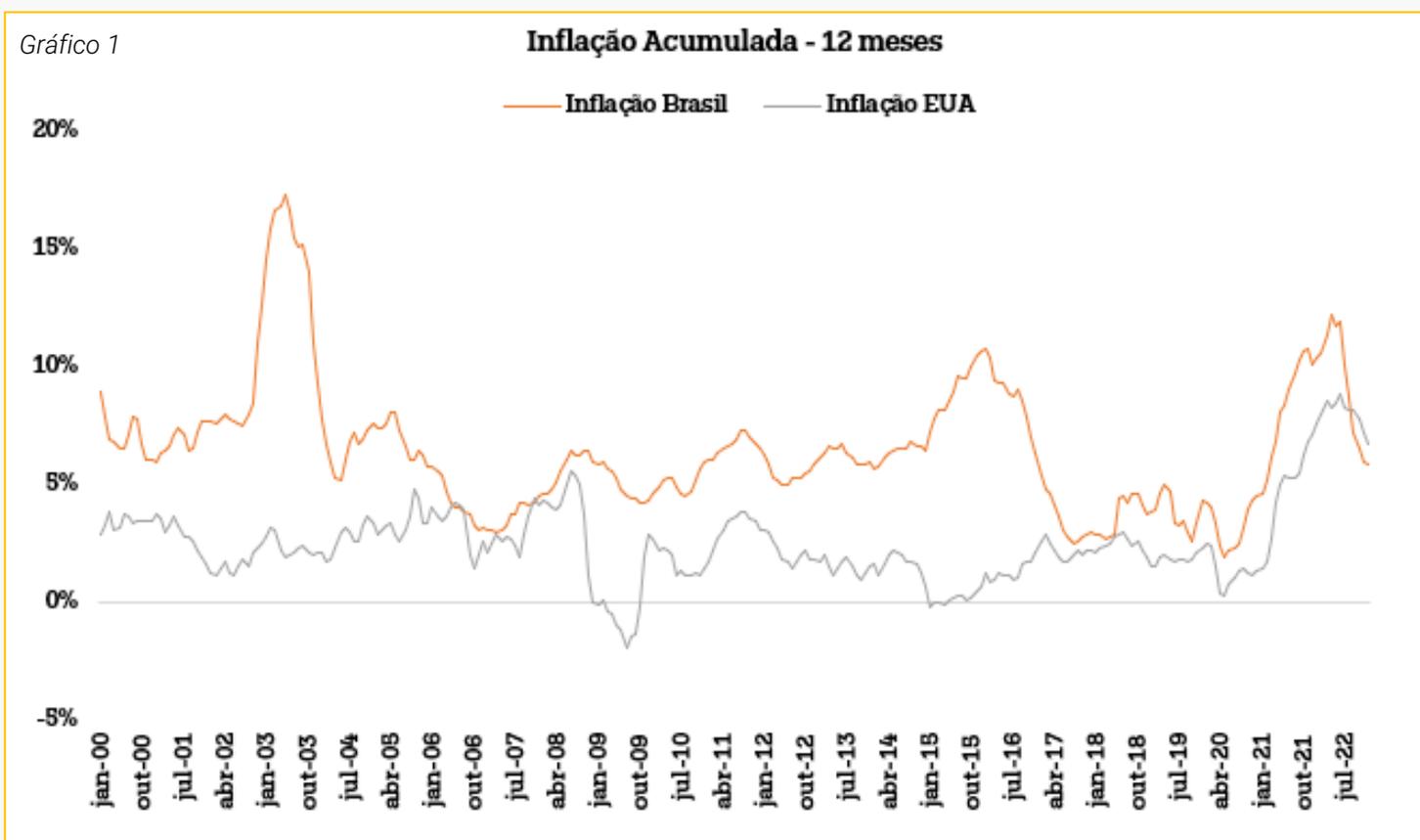


Gráfico 2

### Evolução do poder de compra do Real contra o Dólar (R\$/US\$)



Segundo, a evolução da quantidade de ouro que uma unidade de Real compra comparado ao Dólar mostra que não só o poder de compra relativo do Real varia muito – tendo inclusive aumentado significativamente na primeira década dos anos 2000 – como também que ele caiu pela metade em duas décadas (gráfico 2).

É importante ressaltar que esta foi a história do período em questão e nada garante que o mesmo irá se repetir no futuro. Entretanto, considerando que a capacidade de uma moeda

de reter seu valor ao longo do tempo está diretamente ligada a força das suas respectivas economias (qualidade institucional, estabilidade financeira, estabilidade política e ganhos de produtividade), acreditamos que poupando em dólar estamos com risco bem menor de perda de poder de compra no longo prazo.

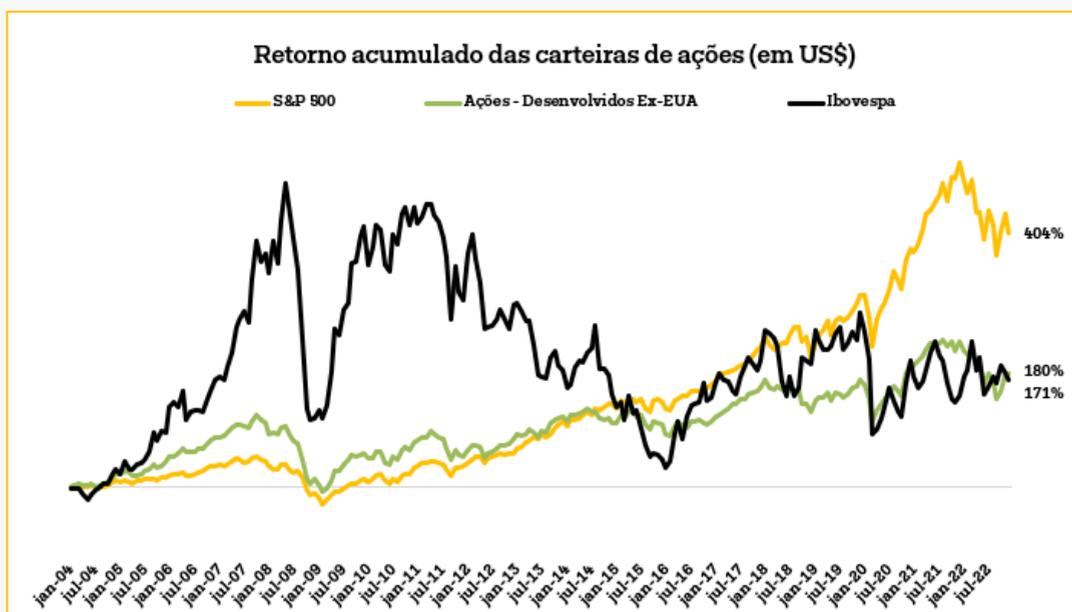


## 2.3 A atratividade dos investimentos nos EUA

Como investidores em negócios que somos, dedicamos nosso tempo em busca de histórias empresariais de sucesso. Acreditamos que o sucesso das companhias decorre da combinação de pessoas extremamente talentosas com uma cultura empresarial vencedora e uma proposta clara de geração de valor que está associada a inovação e a construção de sólidas vantagens competitivas. Apesar de identificarmos muitos empresários talentosos e bem-sucedidos no Brasil, com uma conjuntura política conturbada e um ambiente de negócios desfavorável tem sido difícil encontrar oportunidades de investimentos que nos empolguem.

Ao mesmo tempo, cada vez mais nos deparamos com histórias empresariais de sucesso fora do Brasil e em especial nos EUA. Na nossa visão, isto não é apenas uma coincidência, mas sim consequência de elementos fundamentais da economia norte-americana. A combinação de excelentes instituições de

ensino, maior segurança jurídica, menor regulação, oferta de pessoas talentosas dentre outros fatores, gera um ambiente fértil para que bons empresários prosperem. Além disso, por conta do mercado financeiro americano ter um papel central na economia global a oferta de ativos é mais ampla do que no mercado Brasileiro. Por último, muitas das empresas domiciliadas nos EUA tem negócios globais, o que nos proporciona diversificação geográfica. Acreditamos que estas não são circunstâncias conjunturais, mas sim estruturais e consequentemente uma parcela cada vez maior do nosso capital tem sido alocada nos EUA. A boa performance das empresas norte-americanas em comparação com o resto do mundo no passado é uma evidência em favor desta tese. O gráfico abaixo mostra a performance relativa do S&P 500 (ações nos EUA) contra o ETF VEA (cesta de ações de países desenvolvidos ex-EUA) e o Ibovespa desde 2004.



### 3. Update de Performance e Ajustes no Portfólio

Uma vez que acreditamos que a melhor forma de analisar o retorno do Luxor Mangalarga ocorre em janelas de longo prazo, apresentamos abaixo os retornos acumulados em 12, 36 e 60 meses.

No ano de 2022, nossa performance abaixo da meta foi majoritariamente resultado de perdas nas ações que tínhamos no Brasil no último trimestre de 2022. Em relação ao portfólio, os principais ajustes foram três: primeiro optamos por desinvestir de algumas ações – especificamente XP, Localiza e Mercado Livre.

Além disso, na virada de 2022 para 2023, desinvestimos de alguns fundos e aumentamos os investimentos em ações que estavam em preços atrativos após a queda das bolsas em 2022. Por último, vale ressaltar o investimento em LVMH, após um longo estudo do setor de varejo de luxo, da equipe de gestão, da estratégia de negócios da empresa e de seu valor de mercado. Em consequência dessas realocações – e também do nosso desejo de ter uma exposição menor ao “risco Brasil” dado o ambiente político e econômico conturbado – reduzimos a parcela de investimentos no Brasil no portfólio.

Luxor Mangalarga FIC FIA	
Prazo	Retorno % (a.p. em R\$)
2023	+2,44%
12 meses	-13,54%
36 meses	+44,40%
60 meses	+68,77%



# CONCLUSÃO

Em primeiro lugar, vale reiterar que seguimos focados em atingir nossa meta de retorno de forma disciplinada e prudente. Consideramos que o novo mandato é uma melhor expressão do que estamos buscando, uma formalização necessária, ainda que em essência a nossa prática de investir tenha se mantido intacta. Ainda assim, o novo mandato consiste na última de uma série de ajustes que fizemos na Luxor recentemente que certamente irão contribuir para resultados ainda melhores no futuro.

Esperamos também que o racional da definição do mandato em dólar tenha ficado claro para todos. Em resumo: (1) consideramos que a maior parte da nossa cesta de consumo é dolarizada e, portanto, faz sentido pouparmos em dólar, (2) o dólar é uma melhor escolha como forma de poupança do ponto de vista de preservação de poder de compra do nosso capital e (3) os fundamentos da economia norte-americana promovem um ambiente de negócios mais propício ao desenvolvimento das empresas e portanto consideramos que os EUA tem e terá melhores oportunidades de investimentos (4) o aspecto global das empresas americanas as quais investimos, melhora a diversificação geográfica dos nossos investimentos. Com tudo isso, é importante ressaltar que a nossa alocação de capital continua a ser global, ou seja, podemos optar por investir no Brasil, na Europa, nos EUA ou na Ásia conforme as oportunidades apareçam.

Por último, como tudo que fazemos não lidamos com certezas, lidamos sempre com riscos. A racionalização aqui apresentada sobre a dolarização do fundo é um exemplo da forma como abordamos as decisões sob incerteza que fazem parte do nosso trabalho diariamente. Tomamos decisões com base em uma avaliação racional dos temas combinada com a nossa visão de mundo. Essa é a missão desafiadora dada ao investidor profissional. Nossa abordagem não consiste em tentar adivinhar ou prever nada, mas acreditamos que baseando as nossas decisões em análises bem feitas e no estudo diligente do mundo e dos negócios em que investimos seremos capazes de alcançar os nossos objetivos.

**Atenciosamente**  
**LUXOR INVESTIMENTOS**

