

Carta do time de gestão – junho de 2025

Visão Macro

Chegamos à metade do ano de 2025. Normalmente, quando atingimos a metade de algum caminho, é prudente acessarmos o que aconteceu até aqui e pensarmos com cuidado sobre os próximos passos. Sendo assim, aproveitamos a carta do time de gestão de junho para reforçarmos quais são as bases da metodologia macro que estamos usando atualmente para pensarmos em investimentos na região da América Latina, que é o mandato principal dos nossos fundos:

- (1) **Os ventos de fora usualmente vêm antes dos ventos locais.** O que estamos observando desde janeiro é um movimento de “*diversify away from the US*”. Até o momento, essa tendência tem sido mais visível em moedas do que em ações, mas isso pode mudar adiante, a depender dos acontecimentos. Além disso, apesar da força da bolsa americana no ano, quando olhamos para os fluxos globais de investimentos em *equities*, eles também têm tomado uma direção de saída dos EUA em direção a outras geografias desde janeiro. Pode ser o início de um movimento secular, levando em conta que, nos últimos 15 anos houve uma concentração muito grande de investimentos nos EUA. Mas, a verdade é que a duração e o potencial desse fluxo ainda são bastante incertos.
- (2) **A região da América Latina tem sido uma das principais beneficiárias desse movimento no ano, o que é atestado pela força dos ativos locais em dólares.** O MSCI Latam, por exemplo, sobe 26% no ano. Um misto de distância dos principais centros de conflito do mundo (tanto do ponto vista bélico como comercial), *valuations* muito atrativos e chance de mudança de regimes políticos adiante parecem ser os principais fatores por trás dessa bonança recente na região. Além disso, o momento cíclico das economias, com o fim do movimento de alta de juros (Brasil) e queda já avançada em alguns países (Chile e Peru) reforça o timing positivo para investimentos na América Latina.
- (3) **Eleições geralmente são eventos catalisadores para *repricing* de ativos na região.** No momento, todos os países importantes da América Latina são governados por partidos de esquerda (com exceção da Argentina) e, ao mesmo tempo, vários deles têm chances relevantes de virada política para a direita no horizonte. Como o investidor estrangeiro costuma olhar a região como um pacote único (dado seu tamanho pequeno dentro do *pool* de recursos globais) isso pode virar um tema mais forte com a chegada das eleições do Chile em novembro, bem como Peru e Colômbia no primeiro semestre de 2026. Conversando com investidores estrangeiros, muitos estão em busca de “quem será a próxima Argentina” em termos de reprecificação de ativos e este calendário recheado de eleições adiante é um “prato cheio” para se alimentar essa narrativa.
- (4) **O cenário brasileiro sugere alguma cautela porque as eleições locais ainda estão longe e a popularidade baixa do Presidente pode aumentar os níveis de desespero do governo em se fazer populismo fiscal até lá.** Em épocas normais, o barulho sobre eleições presidenciais não estaria tão alto por conta da distância que ainda temos do pleito. Mas a disfuncionalidade do governo atual, que não consegue se articular de jeito nenhum com o Congresso, somado à

queda acentuada de popularidade do Presidente tornam um pouco inevitável essa antecipação. Por um lado, isso é bom, dada a expectativa de mudança, mas por outro lado pode acirrar a disputa entre a ala populista e a ala mais responsável do governo em torno de medidas de aumento de gastos. Felizmente, a baixíssima adesão do Congresso a esse governo ajuda a limitar um pouco esse risco, mas pode não mitigá-lo totalmente.

- (5) **Quanto às eleições brasileiras em si, a popularidade do governo em baixa é boa notícia, mas é importante lembrar que, numa votação polarizada, o segundo turno pode se tornar um campeonato de rejeições, a depender dos candidatos que forem escolhidos para representar os dois lados.** Por isso, a definição em abril de 2026 de desincompatibilização ou não do governador Tarcísio de Freitas pode ser um evento muito importante no caminho até o pleito, dado que ele é atualmente o candidato com menor rejeição entre os mais próximos do ex-presidente Bolsonaro. Isso pode ser ainda mais relevante se lembrarmos que esse *timing* pode coincidir com o início de um ciclo de afrouxamento monetário pelo Banco Central do Brasil.
- (6) **A oposição parece ter melhores alternativas, no momento, para encampar uma candidatura de menor rejeição no segundo turno.** Essas alternativas também podem significar, ao que tudo indica, uma melhora significativa de política macroeconômica, em que pesem as incertezas ao longo do caminho. Isso porque a maior parte dos pré-candidatos de oposição têm feito discursos centrados em reforma fiscal, privatização e desburocratização. Tudo isso, caso concretizado, seria muito bom para a curva de juros longa no Brasil e também, consequentemente, para o câmbio e a bolsa.
- (7) **Como o fator (1) acima geralmente tem predominância sobre os preços dos ativos no curto prazo, é possível que haja um caminho virtuoso para que o movimento positivo visto desde janeiro continue nos próximos meses.** Quanto mais esse vento externo positivo conseguir se manter, maior a chance de que ele encontre mais para o final do ano um afunilamento das corridas eleitorais da região, o que pode por sua vez dar sustentação a uma reprecificação mais duradoura dos ativos da região da América Latina.

Esse *framework* macro tem municiado nossas discussões internas sobre investimentos na região recentemente e, do ponto de vista comercial, nos leva a crer que podemos estar em um bom momento para que nossos clientes e alocadores em geral aumentem a alocação de recursos na América Latina nos próximos meses.

Performance dos fundos

Exploritas Latam FIA

O Exploritas Latam FIA teve um desempenho positivo de +48.77% durante o primeiro semestre de 2025, performance bastante superior à do Ibovespa, que subiu 15.44% no mesmo período. No mês de junho, o fundo teve uma alta de +4.53%. Dessa performance do mês, cerca de 590 bps vieram do book de juros, sendo que pouco mais da metade desse ganho se deu em posições de trading e arbitragem entre vértices da curva de juros real e nominal e o restante dos ganhos veio de posições direcionais. No book de ações, tivemos uma contribuição negativa de -203 bps no mês, com 114 bps de perda em puts de Ibovespa

que usamos como *hedge* para o nosso portfólio como um todo. Na parte de *bonds*, tivemos um ganho de +179 bps durante o mês.

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha, por sua vez, subiu 42.07% na primeira metade do ano, contra um CDI de 6.41% no período. No mês de junho especificamente, o fundo teve um desempenho positivo de +3.05%. O destaque do mês veio do *book* de juros, que contribuiu com +605 bps. Pouco mais da metade desse ganho no mês se deu em posições de trading e arbitragem entre vértices da curva de juros real e nominal e o restante dos ganhos veio de posições direcionais. Do lado negativo, tivemos uma contribuição de -440 bps do *book* de equities no mês, sendo que parte dessa contribuição negativa veio de opções de venda do Ibovespa que temos usado como proteção para o portfólio como um todo. Na parte de *bonds*, tivemos uma contribuição positiva de +71 bps e, em câmbio, tivemos um ganho de +66 bps em junho.

Posicionamento dos fundos

Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA segue com uma posição de 68% do NAV comprada em ações, sendo que, desse portfólio, 53% são de papéis do Brasil e 15% de ações de outros países da América Latina. Temos ainda uma posição de 23% do NAV em *bonds*, sendo que 5% destes são *bonds* da Província de Buenos Aires e o restante são papéis brasileiros. Na parte de juros, o fundo tem uma posição relevante comprada em NTN-Bs na parte média e longa da curva e temos também opções de venda de Ibovespa como proteção da nossa carteira como um todo.

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha segue comprado em NTN-Bs, concentrado nas partes média e longa da curva brasileira e, ao longo do mês, zeramos nossas posições na curva de juros nominal após o *rally* recente. A inflação implícita nas NTN-Bs já fechou bastante e vemos valor em se trocar juros nominais por juros reais nesses patamares, dado o histórico recente de inflação no Brasil. Como proteção do nosso portfólio como um todo, renovamos nossas opções de venda do Ibovespa e temos uma carteira *long/short* de ações neutra quando ajustada pelo beta, mas com exposição comprada em ativos ligados à economia doméstica e à dinâmica da curva de juros local.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

