

Carta do time de gestão – setembro de 2025

Visão Macro

Estamos chegando ao mês de outubro, um ano antes das eleições presidenciais aqui no Brasil e o noticiário local começa a ser inundado com bastidores sobre candidaturas, supostas brigas, interesses pessoais, etc. Nos parece útil, portanto, neste momento, expormos nossa visão sobre o assunto de forma mais organizada, até para fugirmos um pouco dessa volatilidade do noticiário e buscarmos entender os possíveis caminhos que os mercados tomarão na trajetória dos próximos 12 meses.

O Brasil corresponde, grosso modo, a cerca de metade do interesse dos investidores na região da América Latina considerando número de ativos e sua relevância no mercado internacional (os outros países de *Latam* somados corresponderiam à outra metade). No caso dos nossos fundos, o retorno histórico atribuído ao Brasil *versus* outros países da América Latina é ainda um pouco maior, mais próximo de 70% considerando todas as classes de ativos. Ainda mais agora, quando vemos o Brasil dentro da região como sendo “o” país de maior oportunidade de retorno em um horizonte de 12 a 18 meses (considerando *valuation* e assimetrias de preço), falar sobre as eleições locais é peça crucial para entendermos o nosso portfólio adiante.

Então, fazemos os seguintes pontos:

- 1) **Os ativos locais seguem muito baratos e suscetíveis a uma grande reprecificação no caso de uma mudança política em 2026.** A começar pelo câmbio, que segue muito descontado em relação aos nossos termos de troca (preço dos produtos que exportamos e importamos) e passando pelo nível atual das NTN-Bs (próximo dos *highs* históricos) e mesmo os múltiplos das empresas locais comparados à sua média histórica. Por isso, acompanhar as eleições de 2026 se torna tão importante para o mercado local.
- 2) **Há uma tendência histórica em curso nos últimos 10-15 anos de fortalecimento dos partidos de centro-direita em relação aos de esquerda.** Isso pode ser visto nas eleições para prefeito, governador e legislativo em todas as esferas.
- 3) **Lula tem rejeição alta e obteve uma vitória extremamente apertada em 2022 contra um candidato que também carregava uma alta rejeição naquele momento de pandemia.**
- 4) **Desde então, todas as pesquisas de diferentes institutos são unânimes em mostrar uma queda de popularidade do Presidente de pelo menos 10 pontos percentuais, o que é significativo.** É claro que o Presidente pode recuperar popularidade nos próximos 12 meses, mas essa é a fotografia do momento.
- 5) **Juntando os pontos (2), (3) e (4), concluímos que Lula teria muita dificuldade em enfrentar um candidato de baixa rejeição no segundo turno em 2026.**
- 6) **O eleitorado segue bastante polarizado e, dentre as candidaturas de oposição, o candidato que obtiver o apoio formal de Bolsonaro é franco favorito para estar no segundo turno em 2026.**

- 7) **Juntando os pontos (5) e (6), acreditamos que o ponto mais importante a ser acompanhado nos próximos meses é se a oposição caminha ou não para apoiar um candidato de baixa rejeição com boas chances de chegar ao segundo turno** (ou seja, com o apoio oficial de Bolsonaro). Mais do que olhar pesquisas, popularidade, etc, o importante agora é observar se essa indicação está se encaminhando bem ou não. Se ela estiver caminhando bem, o resto se torna secundário, pois quando esse candidato de rejeição menor estiver enfrentando Lula no segundo turno, os eleitores inevitavelmente terão que decidir quem eles consideram “menos pior” entre os dois.
- 8) **Por mais que haja ruídos para todos os lados no noticiário, nos parece que essa chance da oposição se unir em torno de um candidato de baixa rejeição segue sendo predominante.** Notem aqui que, mesmo um candidato apoiado oficialmente por Bolsonaro dificilmente será capaz de atingir uma unanimidade completa dentro do campo bolsonarista (como os últimos eventos fazem questão de nos lembrar). Mas, desde que as defecções não representem mais do que franjas menores do movimento, elas não deveriam importar tanto num eventual cenário de segundo turno como o que descrevemos acima. Vimos esse filme muito claramente com a candidatura de Ricardo Nunes em São Paulo: muito ruído e confusão no meio do caminho, mas, chegando no segundo turno, união a caminho da vitória contra o candidato de esquerda.
- 9) **Tarcísio uniria mais a direita e, dependendo do tamanho da coligação, poderia até desanimar Lula de disputar mais um mandato.** Porém, um cenário alternativo de vários candidatos com um deles (de baixa rejeição, provavelmente apoiado por Bolsonaro) chegando ao segundo turno também seria muito complicado para Lula. Seriam dois tipos de eleição bem diferentes, uma com e outra sem uma grande coligação em torno de Tarcísio no primeiro turno. Mas, possivelmente, ambas poderiam levar Lula a disputar um segundo turno bastante desafiador para ele de qualquer forma.
- 10) **Há um risco adicional a ser monitorado** nos próximos meses que é o risco de um candidato que tenha baixa rejeição hoje se tornar um candidato de alta rejeição até outubro de 2026, tamanho o número de concessões que ele precisaria fazer para se tornar o candidato apoiado por Bolsonaro. Vimos um pouco desse risco se materializando nas últimas semanas. É preciso entender, porém, que, na medida em que o segundo turno da eleição se aproxima, o discurso voltado para as bases vai ficando para trás e aí ganha quem tiver maior credibilidade para atrair o eleitor concentrado no centro. Portanto, esse é um ruído (talvez necessário no processo) que tende a ser maior no estágio atual de definição de candidaturas do que na própria campanha eleitoral em si.
- 11) **A princípio, não compramos a ideia comentada por alguns analistas que os mercados locais reagiriam bem mesmo com uma vitória de Lula.** Isso pode ser até verdade depois de um certo tempo, mas a reação inicial provavelmente seria ruim. Isso pois dificilmente Lula produziria um ajuste fiscal crível de pelo menos 2 pontos percentuais do PIB de resultado primário do setor público (necessário hoje em dia para estabilizar a relação dívida/PIB) sem antes passar por uma crise de confiança que o obrigasse a fazer isso. Essa é uma decisão que não está em seu DNA, ela teria que ser forçada pelos agentes econômicos. Dessa forma, acreditamos que

a chance maior é de um pós-eleições muito bom no caso de vitória da oposição e bastante desafiador, por outro lado, pelo menos nas suas semanas iniciais, no caso de uma continuidade deste governo que não tem conseguido passar uma mensagem crível de convergência da dívida pública.

Tendo em vista o ponto (8) acima, seguimos com uma visão otimista com a caminhada eleitoral do Brasil nos próximos 12 meses, apesar dos ruídos. Com tudo que vem acontecendo desde julho, nos parece que a chance de um candidato de rejeição alta ser escolhido pela oposição como seu principal nome está caindo e não aumentando (ainda que precisemos ficar atentos ao risco (10) citado acima). Portanto a volatilidade atual nos parece muito mais relacionada ao **processo** do que ao **outcome** final em si. Atualmente, vemos uma assimetria maior nas NTN-Bs do que nos outros ativos locais e também gostamos de alguns casos micro específicos de empresas que estão em processo de *turnaround* e reagiriam muito bem a uma queda significativa dos juros.

Afora as eleições, vimos na últimas semanas uma diminuição das chances de uma antecipação do início do ciclo de corte de juros para este ano pelo Banco Central do Brasil, que segue muito focado em reduzir as expectativas de inflação. Ainda assim, acreditamos que as chances de haver um ciclo grande de cortes, acima do que o mercado espera em 2026, não se alteraram. Além disso, as conversas entre Trump e Lula nos próximos dias podem trazer algum alívio nas tarifas comerciais, o que poderia aumentar a visibilidade dos ativos locais para os investidores estrangeiros no curto prazo.

Performance e posicionamento dos fundos

Exploritas Latam FIA

O nosso fundo de ações teve um desempenho negativo de -2.28% em setembro e acumula no ano um ganho de +33.9%, contra +21.6% do Ibovespa. O destaque no mês foi nossa posição em Vamos, que caiu -20.3% e contribuiu negativamente com -142 bps para o fundo. No geral, tivemos uma contribuição positiva em ações no Brasil de +23 bps no mês e uma contribuição negativa em ações fora do Brasil de -89 bps. Na parte de bonds, tivemos um ganho de +33 bps em setembro e, em juros, tivemos uma contribuição negativa de -160 bps devido à abertura de taxas das NTN-Bs. Continuamos com uma visão positiva em relação aos juros reais no Brasil, onde vemos uma das melhores assimetrias no momento para alocar posições, já que as taxas seguem perto dos *highs* recentes, não tendo acompanhado a melhora que os outros ativos brasileiros apresentam no ano. Temos posições alocadas no meio e na parte longa da curva de juros reais brasileira.

Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)

Nosso fundo multimercado apresentou um retorno negativo de -5.67% em setembro e acumula no ano um ganho de +21.0%, contra +10.4% do CDI. O *book* de ações trouxe uma contribuição negativa de -151 bps no mês na parte comprada e, na parte vendida, de -279 bps. O destaque negativo em setembro foi para Vamos, que caiu -20.3% e contribuiu negativamente com -205 bps para o fundo. Na parte *short*, tivemos perdas em índices futuros no Brasil e nos EUA e na compra de opções de queda dos mercados. Em *bonds*, tivemos ganhos de +42 bps no mês e, na parte de juros, uma contribuição negativa de -140 bps. Continuamos com uma visão positiva em relação aos juros reais no Brasil, onde vemos uma das melhores assimetrias para alocar posições. Temos posições alocadas no meio e na parte longa da curva de juros reais brasileira.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

