

## Carta do time de gestão – outubro de 2025

### Visão Macro

Em nossa última carta, falamos muito sobre as eleições de 2026 e como isso tem o potencial de mexer com os preços dos ativos brasileiros nos próximos meses. Nesta carta agora, vamos falar sobre a outra parte do *call* otimista com o Brasil que é o *trade* cíclico, que voltou a andar bem no mês de outubro.

É inegável para todos que o Brasil pratica hoje taxas de juros reais extremamente elevadas, até para o nosso padrão histórico, taxas essas que são insustentáveis fiscalmente a prazos mais longos. Nas últimas vezes em que o Banco Central do Brasil elevou a taxa de juros de curto prazo para patamares próximos a 10% em termos reais, estávamos vindo de choques inflacionários que haviam levado a inflação a rodar acima de dois dígitos. Agora, dessa vez, estamos vivendo um episódio onde a inflação corrente não chegou nem a superar direito o patamar de 5.5% e ainda assim o BCB elevou a Selic para esses níveis dramáticos.

Portanto, o Banco Central independente atual, cuja maioria dos membros foi escolhida pelo PT, curiosamente tem sido o BC mais *hawkish* da história até agora. É verdade que isso talvez seja fruto justamente do próprio déficit de credibilidade que acompanhava o partido após anos e anos de declarações desastrosas sobre política monetária. Mas, o que importa para pensarmos a trajetória dos próximos meses é que esse déficit tem sido combatido até agora de forma vigorosa pelo BCB.

Consequentemente, não é muito polêmica a ideia de que, partindo de níveis tão altos, a chance é grande das taxas de juros caírem (talvez bastante) no médio prazo. O que tem segurado temporariamente essa expectativa é a postura ainda dura do Banco Central, mas nos parece difícil imaginar que o ciclo de queda da Selic não terá começado pelo menos até março do ano que vem. De fato, à luz dos últimos dados de inflação bem-comportados e do próprio recuo das expectativas inflacionárias e do câmbio, é possível até que esse ciclo se inicie um pouco antes. Para isso, o BCB em breve deve começar a flexibilizar a sua linguagem sinalizando para o mercado que o início do ciclo de cortes se aproxima. Cada passo desse processo, começando pela flexibilização da linguagem e, posteriormente, pelo início da ação de cortes será acompanhado com lupa pelos mercados e pode causar grandes deslocamentos de preço ao longo dos próximos meses, como já começamos a ver acontecer em outubro.

Para sermos mais precisos, o movimento de queda das taxas de juros nominais e reais em outubro começou com uma mudança de postura do Tesouro Nacional em seus leilões, antes até do que qualquer consideração sobre o BCB e a trajetória da Selic de curto prazo. Após meses aumentando consideravelmente a oferta de papéis pré-fixados e, principalmente, indexados à inflação, mesmo a taxas exorbitantemente altas, o TN finalmente passou a diminuir sensivelmente o volume dos leilões em outubro. Aparentemente, portanto, o Tesouro começou a ficar um pouco mais sensível a preços, após atingir um nível bastante confortável para o seu colchão de liquidez.

Em seguida, vimos também uma melhora mais acentuada das expectativas de inflação no relatório Focus e um discurso ligeiramente menos *hawkish* do presidente do BCB na Ásia, que levou os agentes a voltarem a considerar um início do ciclo de cortes por volta de janeiro. Esses eventos somados foram

## Delta Yield em BPS

início fim	31-Dec 31-Oct	30-Sep 31-Oct
F27	-208	-19
F28	-275	-20
F29	-267	-14
F30	-238	-10
F31	-210	-6
F33	-169	-1
F35	-143	3
B30	16	0
B32	5	-2
B33	3	-4
B35	-7	-3
B40	13	7
B45	-8	0
B50	-24	-3
B55	-24	-3
B60	-22	-3

responsáveis pelo movimento benigno que vimos em outubro, tanto da curva de juros nominal como da curva real, como podemos ver na tabela abaixo.

Também na tabela, podemos ver que ainda há uma discrepância enorme no acumulado do ano entre o comportamento da curva de juros nominal, que fechou entre 200 e 300 bps desde janeiro na sua parte intermediária, enquanto a curva real mal consegue fechar no mesmo período. Na parte mais longa da curva real (onde estamos mais posicionados em nossas carteiras), a discrepância é um pouco menor, mas ainda assim gritante.

Tal queda grande da inflação implícita neste período obviamente tem a ver com a postura extremamente *hawkish* do Banco Central que mencionamos acima. Mas, na medida em que vai se aproximando o movimento de flexibilização da política monetária, esse *break even* de inflação tende a parar de fechar e, eventualmente, pode até voltar a abrir na medida em que o BCB volta a “tomar mais risco de inflação” adiante.

Dessa forma, acreditamos que se aproxima o momento em que as NTN-Bs possam finalmente voltar a performar bem e já tivemos alguns sinais disso em outubro. Essa é uma das principais apostas da nossa carteira adiante, com grande potencial de trazer retornos aos nossos fundos. Além disso, temos posições relevantes em ações que são bastante correlacionadas com a curva de juros, o que nos leva a crer que o potencial de alta é elevado num ambiente onde o BCB inicia um ciclo de cortes da Selic

Fora do Brasil, em outubro tivemos as eleições legislativas na Argentina e presidenciais na Bolívia, ambas mostrando que a onda de direita na região continua. Agora em novembro teremos as eleições presidenciais no Chile, onde pode haver uma mudança política que aumente a onda de otimismo com os preços dos ativos do país.

## Performance e posicionamento dos fundos

### Exploritas Latam FIA

O nosso FIA teve um retorno positivo de +4.98% no mês de outubro, desempenho esse que foi liderado pelo *book* de ações. Na parte de ações locais, tivemos uma contribuição de +278 bps, sendo CBAV3 uma das maiores responsáveis por isso, subindo +45.8% em outubro. Também tivemos uma contribuição positiva relevante na parte de ações regionais, com EVEX subindo +14.4% no mês. No *book* de títulos públicos, tivemos ganhos de +31 bps no mês em NTN-Bs e, além disso, também tivemos uma contribuição positiva de +22 bps no *book* de bonds.

O fundo segue com uma posição comprada de 75% em ações, sendo 13% em ações regionais, 6% no Chile e restante no Brasil. Também temos uma posição relevante aplicada em juros reais no Brasil, concentrada na parte média e longa da curva. Como proteção do portfólio, temos opções de venda do índice Bovespa.

## Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)

O Exploritas Alpha teve um ganho de +3.20% durante o mês de outubro, com destaque para o livro de ações, no qual tivemos um ganho de +326 bps. Houve no mês um bom desempenho na parte de ações brasileiras, sendo CBAV3 uma das maiores contribuidoras, subindo +45.8% em outubro. Além disso, houve também uma contribuição positiva relevante na parte de ações regionais, onde tivemos a EVEX subindo +14.4%. No livro de *bonds*, tivemos ganhos no mês, com destaque para as debêntures participativas da Vale, que são instrumentos híbridos com características tanto de dívida como de ação (que, no fundo, se assemelham a “royalties” de exploração de minério de ferro). Durante o mês de outubro, a Vale anunciou um *tender offer* para esses papéis, o que levou o *yield* real em dólar a sair de 12% no final do ano passado para os atuais 8%. Com isso, decidimos encerrar a posição nesses níveis. No *book* de juros, tivemos uma contribuição positiva de +72 bps, com a segunda metade do mês apresentando uma leve queda nos níveis de juros reais no Brasil. Em câmbio, tivemos uma pequena contribuição positiva de +16 bps, com uma nova posição comprada em Real contra o dólar.

O fundo segue com posição relevante aplicada na curva de juros reais no Brasil, concentrada na parte média e longa da curva. Temos uma carteira liquidamente comprada em ações de 13% do fundo, junto com uma posição comprada em proteção para quedas mais acentuadas do índice Bovespa via opções. No mês, retomamos uma posição vendida em dólar contra o Real, onde vemos uma combinação de carregos alto e preço atrativo.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

