

## Carta do time de gestão – novembro de 2025

### Visão Macro

Novembro foi mais um mês de performance forte dos mercados acionários latino-americanos, com destaque para o Chile, o Brasil e a Colômbia. O MSCI Latam como um todo subiu +5.7% em dólares no mês, acumulando uma alta robusta de +47% no ano. O tema da diversificação dos fluxos globais de investimentos, na margem, para geografias alternativas em relação aos Estados Unidos, segue influenciando positivamente os ativos da região da América Latina.

Sendo mais precisos, a bolsa americana segue tendo uma performance boa, com alta de +16% no ano. Porém, aquela recuperação vigorosa do S&P 500 que vimos nos meses logo após a queda súbita ocorrida em abril em decorrência das tarifas do Trump, parece estar dando alguns sinais de fadiga. Em novembro, a bolsa americana ficou de lado, mesmo com os bons resultados que foram divulgados pelas principais empresas que compõem o índice.

Quando olhamos para a frente, nos parece que as principais casas de *research* internacionais e muitos fundos globais importantes seguem com uma visão de “mais do mesmo” para 2026. Isso se resumiria a uma visão de que os mercados emergentes seguem baratos (mesmo após a boa performance recente) e que, portanto, continua sendo válida a alocação marginal de recursos em direção a eles como forma de diversificação dos temas de Inteligência Artificial que seguem dominando o mercado americano (já que a performance dos ativos de países emergentes em geral - e da América Latina em particular - tem pouquíssimo a ver com este tema).

Para sermos justos, não é apenas essa visão de valor e diversificação internacional que impulsiona a performance dos ativos de *Latam*, mas sim há coisas boas acontecendo na região que contribuem para esse vento a favor. Em primeiro lugar, a parte cíclica: todos os Bancos Centrais da região ou estão em processos de cortes de juros (México, Peru, Chile) ou estão em vias de começar um ciclo de flexibilização (Brasil). Após um longo período de aperto monetário pós-Covid, finalmente estamos vendo um bom alívio neste *front*, com a inflação deixando de ser o principal problema de momento e o custo do dinheiro caindo (em alguns casos bastante).

Em segundo lugar, temos a perspectiva de mudança política em vários países da região, começando pelo Chile agora em dezembro e depois as eleições no Peru, na Colômbia e no Brasil em 2026. Após alguns anos de políticas ruins da esquerda na região, temos agora uma narrativa de mudança no horizonte, na direção de uma redução do tamanho do Estado, diminuição da regulação sobre a Economia, combate mais decisivo à criminalidade, etc. Essa chance de mudança é muito alta no Chile e no Peru, enquanto que na Colômbia somos um pouco mais cautelosos sobre esse prospecto. No Brasil, conforme já escrevemos em uma carta específica sobre o assunto em setembro, acreditamos que a chance de uma vitória da oposição também é predominante.

Em terceiro lugar, há as reformas em si que já começam a ocorrer na região e são muito animadoras, começando pelo exemplo evidente da Argentina, mas também em países menores (e infelizmente sem mercados relevantes) como a Bolívia e o Paraguai. Por mais que sejam pouco representativos, o exemplo de sucesso desses dois últimos traz um vento novo para a região de reformas de Estado agressivas, talvez inimagináveis há alguns anos. Tudo isso ajuda a manter a América Latina sob os

holofotes, como uma espécie de *pocket* de valor praticamente inexplorado ainda pelo grande capital global, mas que pode ser uma excelente alternativa de investimento adiante, considerando os preços ainda muito atrativos no momento.

No Brasil, assim como havia ocorrido em outubro, tivemos em novembro um mês em que as NTN-Bs voltaram a fechar moderadamente. Dada a performance ruim da curva de juros real no restante do ano anteriormente a isso e a disparidade de retorno que as Bs apresentam em 2025 comparado com a bolsa, os juros nominais e o câmbio, seguimos com uma visão de que a curva de juros reais tem muito para fechar adiante. Além disso, temos algumas ações no nosso portfólio que podem performar muito bem nos próximos meses, conforme este cenário de queda dos juros e mudança política no horizonte realmente fiquem mais claros.

## Performance e posicionamento dos fundos

### Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA teve um desempenho positivo de +7.0% em novembro, com destaque para o *book* de juros que contribuiu com +405 bps durante o mês. No ano, o fundo sobe +50.4%, contra +32.3% do Ibovespa. Nossa posição em juros reais no Brasil, da qual falamos em mais detalhes na carta do time de gestão do mês passado, foi a grande contribuidora em novembro, já que os vértices da NTN-B 35 e da B45 tiveram uma redução de *yields* de 28 e 24 bps respectivamente no mês. Na parte de ações e bonds, tivemos ganhos de +284 bps, puxados por Vamos e Cosan. Já Hapvida foi o destaque entre os detratores, dada a queda de 55% da ação em novembro. A diversificação entre classes de ativos e também de empresas diferentes dentro do nosso portfólio de ações nos permitiu ter um bom resultado no mês mesmo assim.

Seguimos com uma posição relevante aplicada na parte intermediária e na ponta longa da curva de juros reais no Brasil. O ciclo de cortes da Selic deve se iniciar no primeiro trimestre de 2026 e tende a ajudar o desempenho dessa classe de ativos. Na parte de ações, temos posições compradas em ações ligadas à economia doméstica e temos também posições em players regionais da América Latina. No *book* de moedas, temos uma pequena posição comprada em Real contra o dólar.

### Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)

O Exploritas Alpha teve uma alta de +0.54% em novembro, com ganhos relevantes no *book* de juros (+445 bps) e perdas na parte de *bonds* e ações. No livro de ações, tivemos perdas em posições compradas em Hapvida e também tivemos perdas nos *hedges* em posições vendidas no Ibovespa, já que o índice subiu no mês. No ano de 2025, o fundo sobe 25.5%, contra 12.3% do CDI no mesmo período.

Carregamos também uma posição relevante aplicada na curva de juros reais do Brasil no fundo. Temos atualmente um portfólio de ações liquidamente neutro e, além disso, contamos com uma proteção via *puts* para quedas mais significativas do mercado.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

### Time Exploritas