

## Carta do time de gestão – dezembro de 2025

### Visão Macro

Tivemos um ano de 2025 bastante encorajador na Exploritas, com nosso fundo de ações subindo 45% (bem acima dos 34% do Ibovespa) e o nosso fundo multimercado subindo 21% (também muito acima do rendimento do CDI, que foi de 14%). No início do ano passado, após a eleição do Trump, os mercados ainda viam com muita desconfiança os ativos de países emergentes e não era nada claro que eles iriam performar tão bem quanto performaram em 2025. A onda de investimentos em ativos dos EUA seguia muito forte, especialmente entre os clientes brasileiros. Aqui na Exploritas, estávamos focando nos *valuations* muito atrativos que a região da América Latina oferece e na necessidade de um rebalanceamento dos portfólios internacionais que vinham quebrando recordes de concentração nos EUA. O resultado final do ano foi muito satisfatório para os nossos clientes, não só com uma performance dos fundos bastante superior aos seus *benchmarks*, mas também com uma diversidade interessante de fontes de retorno em diferentes períodos ao longo do ano.

Além da nossa carteira de ações latino-americanas, que no seu conjunto performou muito bem em 2025, conseguimos nos aproveitar também de algumas distorções que surgiram em outros mercados após o *stress* dos ativos brasileiros no final de 2024. Primeiramente, no início do ano, capturamos com sucesso o retorno da taxa de câmbio a níveis mais compatíveis com nosso diferencial de juros via posições compradas no Real contra o Dólar. Depois, a partir do segundo trimestre, conseguimos nos aproveitar bem do fechamento da curva de juros nominal via posições aplicadas, conforme o mercado foi precificando o fim do ciclo de alta de juros pelo BCB e uma provável queda adiante. A partir de meados do ano, adicionamos a isto retornos importantes em ativos não convencionais como as debêntures participativas da Vale e uma posição comprada no índice de ações do Chile, de olho na vitória eleitoral da direita que acabou se confirmando em dezembro.

Olhando para a frente, entramos em 2026 ainda com uma tendência aparentemente firme de diversificação das carteiras globais em direção aos mercados emergentes (que seguem baratos) e, no caso específico da América Latina, com as corridas eleitorais de Peru e Colômbia ganhando contornos mais claros, enquanto no Chile avança o processo de montagem do governo Kast, que tomará posse definitivamente em 11 de março. Com exceção do Ministro da Economia, Jorge Quiroz, os outros principais nomes do Ministério ainda não foram confirmados oficialmente e os mercados, por enquanto, seguem enxergando Kast com alguma desconfiança. Porém, os rumores de nomes convidados a participar do governo parecem animadores, inclusive com a possibilidade de uma participação relevante de outros partidos de centro-direita em seu governo, o que ampliaria a governabilidade.

No Peru, embora as candidaturas ainda estejam muito pulverizadas, o prefeito conservador de Lima, Rafael López Aliaga desponta como um dos favoritos, o que poderia agradar aos mercados. Na Colômbia, o quadro está menos pulverizado e vemos claramente um candidato de esquerda forte (Iván Cepeda), a sempre competitiva centro direita se unindo possivelmente em uma candidatura única e um postulante antissistema (Abelardo la Espriella) que pode virar favorito adiante. Como os ventos da direita na região estão muito fortes nos últimos meses, vemos boas chances de mudança política no caso desses dois países em 2026.

No Brasil, tivemos novidades importantes no quadro eleitoral durante o mês de dezembro, com o lançamento da pré-candidatura de Flávio Bolsonaro à Presidência. Temos reforçado nas nossas últimas cartas a ideia de que Lula é um candidato frágil, com rejeição elevada, e que segue patinando nas últimas pesquisas. Flávio é um candidato de rejeição parecida com a de Lula, o que tornaria as eleições bastante parelhas e sujeitas a fatores que decidiriam tudo na linha de chegada, um quadro muito parecido com o que ocorreu nas eleições de 2022. Mas, é verdade também que a oposição segue bastante volátil e há ainda chances de termos novidades até abril, portanto é prudente aguardarmos antes de fazer qualquer análise muito definitiva sobre a corrida eleitoral por aqui.

Enquanto isso, um ciclo de cortes de juros pelo Banco Central do Brasil se avizinha e, por mais que o quadro eleitoral possa influenciar na extensão e velocidade deste ciclo, acreditamos que há um espaço de pelo menos 300 bps de aperto monetário a ser retirado da taxa Selic. O juro real brasileiro *ex-ante* (taxa de juros nominal de um ano menos a expectativa de inflação dos próximos 12 meses) segue rodando próximo a 10%, o que corresponde aproximadamente ao maior aperto monetário da história recente. Isso significa que, mesmo após um ciclo de cortes em 2026 da magnitude que mencionamos acima, ele ainda permaneceria em nível significativamente contracionista. Quanto ao período exato do início deste ciclo, nos parece que a comunicação do BCB tem apontado para algo não posterior a março. Nos parece que a decisão do Banco Central entre começar os cortes em janeiro ou março dependerá essencialmente dos dados econômicos e do comportamento da taxa de câmbio até lá.

Quanto ao comportamento dos ativos de risco brasileiros neste início de 2026, seguimos moderadamente otimistas. Dos três fatores que víamos impulsionando a performance do mercado local na entrada do ano, (1) o fator externo de diversificação de portfólios internacionais em direção aos mercados emergentes, (2) o fator cíclico interno do ciclo de cortes de juros que se aproxima e (3) a chance de uma mudança política no horizonte; acreditamos que os dois primeiros seguem firmes, enquanto o fator eleitoral ganhou componentes de maior incerteza recentemente. Seguimos confiantes, porém, que conseguiremos buscar oportunidades que enriqueçam o portfólio dos nossos clientes em 2026, assim como fizemos no ano passado. Um ótimo ano de 2026 a todos!

## **Performance e posicionamento dos fundos**

### **Exploritas Marathon FIA**

Nosso FIA tem um novo nome, mas segue com a mesma estratégia, que é ser um fundo direcional de ações com foco no longo prazo e que se permite ter posições em renda fixa e câmbio buscando a melhor assimetria direcional comprada de risco/retorno. Acreditamos que o nome Marathon irá ajudar nossos clientes a diferenciar nosso FIA do fundo multimercado mais antigo da casa, o Exploritas Alpha, facilitando a alocação.

O Exploritas Marathon terminou o ano com um desempenho positivo de +45%, o melhor resultado anual da história do fundo. No acumulado desde o seu início, em fevereiro de 2020, o Marathon entrega aos nossos clientes um retorno de Ibovespa + 79%. No mês de dezembro, o fundo teve desempenho negativo de -3.5%, sendo que a contribuição negativa no mês se deu principalmente na parte de juros (-198 bps) e bonds (-200 bps). Na parte de ações, tivemos um ganho de +55 bps no mês e, além disso, também tivemos uma contribuição positiva de +22 bps no *book* de moedas.

O Marathon FIA segue com uma posição comprada na sua carteira de ações de 70% do patrimônio, juntando a isso uma posição comprada em *puts* para proteger o portfólio de possíveis quedas mais acentuadas do mercado acionário. Além disso, temos uma posição aplicada em juros reais no Brasil na parte média e longa da curva, onde vemos excelente assimetria de risco/retorno diante do início do ciclo de corte de juros pelo Banco Central do Brasil, que se avizinha.

### **Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)**

Nosso fundo multimercado terminou o ano de 2025 subindo +21%, bem acima dos 14% do CDI. No mês de dezembro, o Exploritas Alpha teve uma queda de -3.6%, sendo que o destaque negativo se deu principalmente no livro de bonds (-269 bps) e no livro de juros, com -106 bps de contribuição. Na parte de ações, tivemos um ganho de +68 bps no *book long* e uma perda de -42 bps no *book short*. Em moedas, tivemos uma contribuição positiva de +18 bps durante o mês de dezembro.

O fundo mantém agora posições net vendidas em ações de -23%, ao mesmo tempo em que mantém uma posição relevante comprada em juros reais no Brasil na parte média e longa da curva.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

