

Carta Aos Investidores

12 de Agosto de 2019

Prezados clientes,

Hoje foi um dia atípico em nosso fundo devido a nossa exposição em Argentina. O fundo tinha 8% comprado em ações e 15% em dívida dolarizada no país. O índice de ações do país (Merval) fechou o dia com 37,5% de queda e a moeda local desvalorizou 14,5% frente o dólar, culminando em uma queda combinada das nossas ADRs de mais de 50% em um único dia. Já a dívida caiu entre 20% e 30% no dia.

Até ontem, o fundo tinha 300bps de ganho no ano vindos da Argentina e após o resultados de hoje a Argentina vai ter contribuição negativa de 400bps para o fundo em 2019 (delta negativo de 700bps no dia). Segue abaixo a nossa visão dos fatos e o racional de nossa alocação.

No último domingo, 11 de agosto (08/11), a Argentina teve suas eleições primárias. Assim como o mercado, nós esperávamos um resultado totalmente diferente do que aconteceu. A chapa Frente de Todos (Alberto Fernandez e Cristina Kirchner) ganhou da chapa Juntos por el Cambio (Mauricio Macri e Miguel Picheto) por um diferença esmagadora de mais de 15 pontos: 47,65% vs 32,08%. Esse cenário não era imaginado nem pelas pesquisas contratadas pelo kirchnerismo. As últimas pesquisas, e as mais sérias, que circulavam pelo mercado na semana antecedente à eleição, mostravam um cenário apertado: uma vitória de 1-3% para qualquer um dos lados.

Nós estávamos otimistas. Além de todas as pesquisas mostrarem um cenário apertado, víamos alguns pontos positivos que não eram capturados pelas pesquisas:

1. Efeito “arrastre”. Maria Eugenia Vidal (governadora de Buenos Aires) e Horacio Rodríguez Larreta (Prefeito de Buenos Aires), ambos do partido de Macri, tinham uma popularidade e intenção de voto 10% acima de Maurício Macri. Vidal é a política com melhor imagem no país, fez um trabalho excelente na província de BA (reduzido kirchnerista) e a campanha Macrista tentou explorar ao máximo sua imagem. Como o voto na Argentina não é eletrônico e se faz com uma “boleta” com todos os candidatos do partido na mesma boleta, imaginávamos que Macri iria se beneficiar do voto em Vidal e Larreta. Além disso, essas duas regiões do país somadas representam 45% dos votos no país. Infelizmente, esse fenômeno não aconteceu, e o que se viu foi um corte de boleta de ~2% a favor da Vidal e um grande “arrastre” negativo (a péssima avaliação do presidente Mauricio Macri na Provincia de Buenos Aires quitou os votos de Vidal).

2. Meios de comunicação e redes sociais. Notava-se uma campanha a favor da chapa Macri-Picheto nos principais meios de comunicação do país (La Nacion, Clarin, Perfil, TV, etc). Além disso, todas as estatísticas de redes sociais (número de followers em twitter, instagram e facebook, buscas em google etc) eram positivas para o governo.

3. Campanha. Excelente campanha (com dinheiro) de Mauricio Macri. A oposição não demonstrava o mesmo comprometimento e coesão, e se degladiaram entre si o tempo todo, enquanto isso, Macri ganhava momentum (pelo menos era o que mostravam as tendências de qualquer pesquisa entre abril e agosto).

4. Censo. O censo populacional usado pelas pesquisas é antigo (2011) e parecia favorecer o Kirchnerismo, pois a maioria das pesquisas em eleições anteriores mostravam um resultado pior para o Macrismo do que realmente aconteceu.

Apesar do otimista fundamentado, entendíamos que existia o risco de uma eleição pior para o governo nas primárias, advindo principalmente por um “voto castigo” dos cidadãos descontentes (dado que as primárias “não valem nada”), mas acreditávamos que até outubro esse resultado poderia ser revertido devido a uma inflação em queda, câmbio estável, crescimento que começava a

aparecer e ganho real de salário que finalmente começava a se concretizar. Estas variáveis eram justamente o que mais penalizava à administração do governo atual. Infelizmente o resultado foi muito pior que o range esperado e nesse momento achamos pouco provável uma virada por parte do governo.

Ao longo dos últimos 9-12 meses, fizemos um trabalho detalhado sobre política, economia e valuation dos ativos argentinos. Passamos mais de 50 dias no país, distribuídos entre nossos analistas e gestores, conversando com empresas, políticos e economistas da região. Tínhamos uma visão clara que o case era assimétrico porém, binário. Infelizmente o desfecho das PASO foi o pior possível e estamos discutindo nesse momento qual é a melhor estratégia a fim de maximizar retorno e mitigar os riscos futuros para o nosso cotista. Vale notar porém, que uma queda de 60% como a vista hoje, seria similar a precificar a crise do subprime americano em um único dia, ou seja, muitas expectativas ruins já estão precificadas e podem não ocorrer em sua totalidade.

O cenário base agora é de 90/95% de chance de vitória de Alberto Fernandez (AF). AF é um candidato mais ao centro do que a Cristina Kirchner, o que poderia indicar um governo mais moderado. Dada a correção e o caos nos ativos argentinos de hoje, poderemos ver talvez alguns acenos por parte da coalizão peronista ao mercado com políticas mais moderadas e menos disruptivas.

Nossa posição em Argentina diminuiu hoje dado o menor valor dos ativos. Nossa visão é que os bonds de Argentina ficaram perto do preço de recovery, com yield atrativos, e com o tempo, se não tivermos um evento de default em 18/24 meses, recuperaremos as perdas nos bonds.

Por último, cabe mencionar que o fundo é diversificado, composto por outras estratégias. Como exemplo, de fevereiro/2019 até final de abril, Argentina “custou” 450bps do fundo, porém as demais estratégias compensaram esse desempenho negativo, culminando em cotas até positivas neste período.

Mesmo com o desempenho negativo de hoje, no ano, ainda estamos com um resultado positivo aproximado de 6.5% ou 170% do CDI. O nosso time de gestão e operacional está mais completo do que nunca e temos convicção que temos muito potencial para gerar alpha ao longo do tempo com as diversas estratégias de nosso portfólio. Somos pagos para corrermos riscos que entendemos que fazem sentido e trabalhamos para comprovar as nossas teses de investimento.

Agradecemos a confiança de sempre e contem conosco para responder qualquer dúvida que venham a ter.

Atenciosamente,



Direto: + (55) 11 3136-0897

Rua Fidêncio Ramos, 101 conjunto 65 | Vila Olímpia, SP www.exploritas.com.br