

## Carta Mensal – Agosto de 2019

Dia 11 de agosto, 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 uma diferença esmagadora de mais de 16 pontos dos votos válidos: 49,49% vs 32,94%. 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.

“the average of nearly 30 polls shows a 3.5% advantage for the opposition, with 40% of the votes versus 36.5% for the official party. There are contrarians, though. Two Brazilian polls – one from Ideia and another from BTG Pactual – show Cambiemos ahead of the Kirchnerism in the primaries, while Elypsis and Isonomia are forecasting a technical tie at 38%” - ARPartners Research, 9 Agosto 2019.

A alocação do fundo no dia das primárias era de 8,6% em ações e 15.5% em bonds na Argentina, o que gerou uma perda no mês de -11.60%. Atualmente, o fundo detém 2.9% em ações na Argentina e 10.4% em bonds. O principal efeito da redução na exposição foi justamente a queda no valor dos ativos. Até o momento, nossa decisão foi de não aumentar a exposição direcional no book de Argentina, mas sim promover trocas entre ativos (de ações para bonds) e setores onde vemos maiores assimetrias.

Nossos bonds da Província de Buenos Aires está negociando a aproximadamente 35c por dólar. Acreditamos que mesmo em um evento de default, é possível recuperar mais do que os preços atuais desses títulos - algo em torno de 50/60c por dólar de Valor Presente Líquido. Além disso, o default pode demorar 12/18/24 meses para acontecer, o que nos levaria a cobrar alguns cupons desses títulos. Por exemplo, o bond Buenos 2024 (2,2% da nossa carteira total), tem cupom de 9,125% e fechou o mês negociando a 35c de dólar. Em um ano, a exposição cairia para 25,9c por dólar (35c-9,125c). Para por em perspectiva, na última reestruturação da dívida da Provincia de Buenos Aires (2004), o recovery value foi aproximadamente 45c (30% upside para preço atual), chegando a 60c para o investidor mais paciente. Dia 16 do mês corrente, devemos receber o cupon semestral desse título (4,6%).

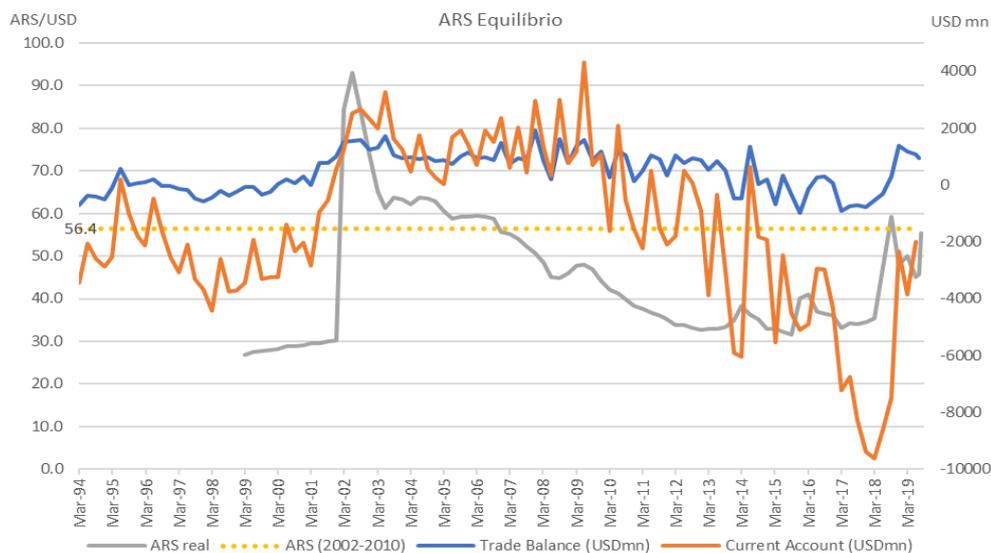


Gráfico 1: Câmbio hoje em níveis que historicamente equilibra conta corrente e balança comercial

Além disso, vemos a possibilidade de termos uma negociação em melhores termos vis a vis 2004. O país tem hoje superávit fiscal primário (year-to-date), balança comercial positiva e o câmbio depreciado deve estabilizar o déficit de conta corrente - calcanhar de aquiles da administração Macri. Por outro lado, a situação fiscal e de liquidez da província de Buenos Aires é ainda mais saudável do que a situação federal o que nos leva a acreditar que não é o melhor momento para reduzir exposição a esses ativos.

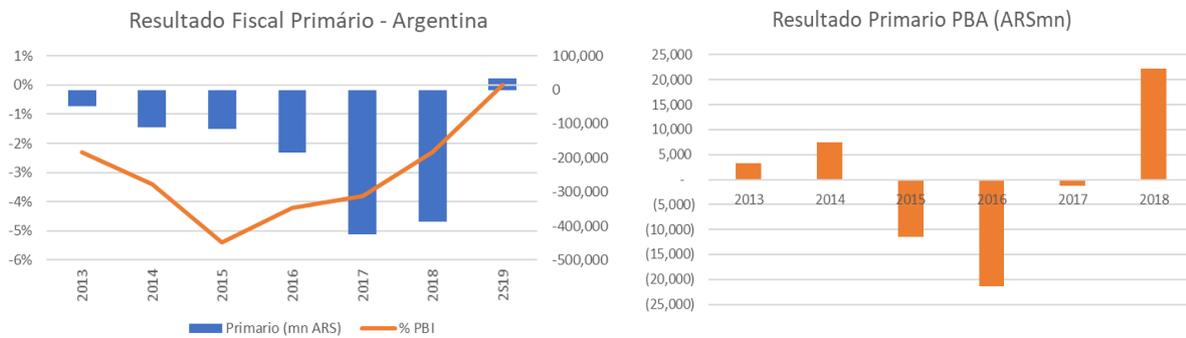


Gráfico 2 e 3: Melhora substancial do resultado fiscal primário da Nação e da Província

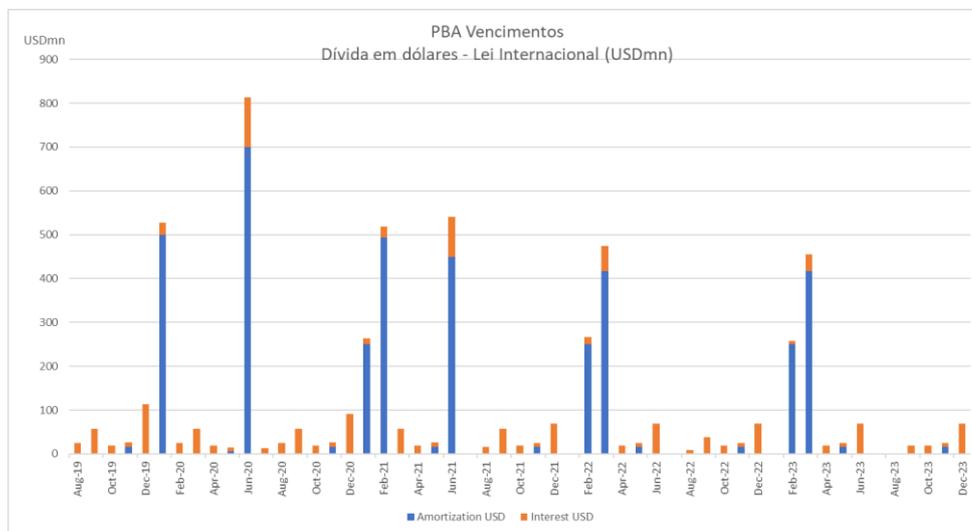


Gráfico 4: Cronograma de vencimentos (próximos 4 anos) dos bonds em dólares da Província de Buenos Aires

O próximo presidente toma posse dia 10 de dezembro e o primeiro turno das eleições acontecerá dia 27 de Outubro, esperamos que Alberto Fernandez (AF) ganhe as eleições já no primeiro turno. Até a eleição o candidato da oposição tem pouco incentivo para acalmar o mercado, pois o que ganha votos é um discurso mais populista com críticas ao Macri e ao FMI. Por isso acreditamos que o mercado não deve melhorar até o fim do processo eleitoral. É muito difícil prever o que vai acontecer nos próximos dias e semanas, mas a visão é que, terminada a eleição, teremos maiores chances de ver um discurso mais conciliador de AF que acalme os mercados. Enquanto isso não acontece, muitos fundos estão sofrendo resgates, realizando vendas forçadas e acentuando a queda dos papéis (overshooting). O desembolso do FMI (USD 5.4bn) esperado para setembro pode não acontecer, conforme pediu a oposição. Talvez por isso o governo anunciou na última quarta-feira (28/08) a extensão forçada dos vencimentos de curto prazo de alguns instrumentos locais, extensão voluntária para as dívidas federais de longo prazo e reperfilamento da dívida com o FMI (moratória), também um pedido da oposição. Nessa conjuntura, o risco da população e das empresas correrem para o dólar e tirarem o dinheiro

dos bancos aumentou e o governo já anunciou no dia 1º de Setembro controles de capital que procuram proteger as reservas do Banco Central.

Apesar do cenário adverso, estamos confiantes que os preços atuais justificam esses riscos. Pensando em um horizonte um pouco mais longo (6-12 meses) acreditamos que esses títulos estarão em patamares mais condizentes com a história e a realidade. Entendemos que a nova administração deverá ser mais moderada e racional nas negociações com os credores após a eleição estar decidida, o que geraria uma oportunidade de recuperação de preços dos ativos em relação aos preços atuais.

Além dos problemas da Argentina, tivemos perdas em outros books. No book long and short ações perdemos -3,10% e -0,91% no book de juros. México, que vinha sendo o nosso hedge para carteira há algum tempo, não ajudou esse mês e teve uma contribuição negativa de -0,55%.

Seguimos a disposição para maiores esclarecimentos.

Atenciosamente

Time Exploritas.



---

Direto: + (55) 11 3136-0897  
Rua Fidêncio Ramos, 101 conjunto 65 | Vila  
Olímpia, SP [www.exploritas.com.br](http://www.exploritas.com.br)