

mantaro

capital

COMENTÁRIO MENSAL

DEZEMBRO 2023

COMENTÁRIO MENSAL

Dezembro de 2023

Após dois anos muito ruins, tivemos um 2023 positivo para a bolsa brasileira. Muito da performance positiva se deve ao ponto de partida, um dos mercados mais baratos que já tínhamos presenciado, fruto de uma combinação de “pessimismos”: pessimismo, ao nosso ver exagerado, com os rumos do novo governo brasileiro; e pessimismo com a economia global e brasileira, que vivenciaram um choque inflacionário após a pandemia que gerou a alta mais intensa das taxas de juros da memória recente.

Ao observar os mercados e a economia em 2023, dois desdobramentos chamam mais atenção:

1) o processo de desinflação foi muito significativo e se deu a um custo para as economias bem inferior ao que se esperava. Isso é válido para o Brasil e para boa parte das economias do mundo, apesar das fases vividas por cada uma serem diferentes. Tivemos de forma geral crescimento mais forte e inflação mais baixa do que o esperado.

2) a gestão econômica do novo governo tendeu a ser pragmática, após o susto inicial da PEC de transição. Analisando o histórico brasileiro, não chega a ser uma surpresa, especialmente no primeiro ano do mandato. Ainda assim, o pessimismo no início do ano dos agentes de mercado chegou a níveis caricatos. Como consequência, os ativos brasileiros tiveram performance de destaque no mundo, apesar dos ruídos frequentes. Uma evidência desse efeito eram os *valuations* das estatais Banco do Brasil e Petrobras, duas posições importantes para a nossa rentabilidade no ano e que permanecem na carteira, mas com tamanhos menores.

No caso brasileiro, alguns aspectos benignos já estavam dados e foram confirmados nesse ano, como a solidez institucional e a nossa boa posição relativa no mundo. Especialmente quando comparamos o país com outras economias emergentes que passaram por retrocessos consideráveis nos últimos anos.

Por outro lado, tivemos sim algumas surpresas positivas:

- Mesmo num ambiente político tenso, o Brasil tem avançado em reformas muito importantes desde 2016, e esse processo continuou com a aprovação esse ano da Reforma Tributária, que muito provavelmente levará a um crescimento maior à medida que suas etapas entrem em vigor nos próximos anos.

- E o crescimento das nossas exportações tem se mostrado estrutural e muito relevante, com destaque neste ano para o agronegócio e o petróleo. Tal crescimento não só atua como uma força para valorizar nossa moeda, com efeitos positivos para a inflação, como também gera renda para o setor privado e o setor público. Provavelmente boa parte da surpresa positiva de crescimento pode ser explicada por estes dois fatores.

Esperamos para esse ano uma continuidade desse quadro favorável para o Brasil, mesmo que conscientes dos problemas da economia brasileira, com destaque para a situação fiscal ainda desafiadora. Um ambiente econômico minimamente estável já costuma ser suficiente para que muitas empresas brasileiras bem geridas consigam prosperar.

Por mais que o Brasil e sua economia tenham por vezes uma trajetória frustrante, o arcabouço macroeconômico e institucional vem até certo ponto sendo mantido, o que permite um ambiente estável o suficiente para o constante desenvolvimento e crescimento de um corpo empresarial capaz e vibrante. O Brasil tem companhias de classe mundial, com modelos de negócio sofisticados e ótimos históricos de expansão e investimento. E houve algum avanço em determinadas reformas estruturais nos últimos 7 anos que vem gerando frutos, como um mercado de trabalho mais funcional e uma maior difusão de crédito privado.

E uma das maneiras mais simples e eficazes que o investidor tem para se beneficiar dessas histórias de sucesso é ser sócio dessas empresas, comprar participações nelas, ou seja, investir na bolsa. O caminho para uma empresa chegar à listagem em bolsa é árido, o que já funciona como um primeiro filtro de qualidade. Não é qualquer companhia que consegue, as que chegam já são vencedoras em vários aspectos.

A história recente da economia brasileira, com baixo crescimento, é frequentemente citada como um empecilho para o sucesso do investimento em ações. Claro que crescimento da economia é algo desejável, crescer mais ajudaria nosso mercado. Mas este é apenas um dos muitos fatores que influenciam o retorno do investimento em bolsa. Qualidade das empresas, governança corporativa, retorno sobre o capital investido, nível de concorrência, segurança regulatória, tudo isso tem influência grande e talvez até maior para o lucro das empresas, e conseqüentemente para a bolsa, do que o crescimento da economia.

O cenário internacional também termina o ano bem melhor do que começou, e devemos ver ao longo desse ano o início de ciclos de cortes de juros tanto nos EUA como na Europa. Como um todo, 2021 e 2022 foram muito complicados e a razão principal foi a disparada da inflação global que levou a uma alta de juros global muito intensa. Em 2023 começamos a ver o oposto desse movimento, e nos parece provável que 2024 mostre uma consolidação dessa reversão. Inflação baixa e juros em queda tendem a compor um cenário positivo para ativos de risco e mercados emergentes.

E o mais importante, mesmo com a alta recente, a bolsa brasileira ainda se encontra muito barata. Dada a melhora de cenário, podemos dizer que a alta foi bem inferior ao que se justificava. O ceticismo ainda é grande, e observando os níveis de valuation de nossas ações, especialmente de algumas empresas de alta solidez, ficamos bem otimistas com as perspectivas para o investimento em bolsa aos preços de hoje.

A seguir, abordaremos o resultado do mês de dezembro.

MANTARO AÇÕES

Em dezembro, o Mantaro Ações teve alta de 5,3%, acumulando no ano de 2023 um resultado de 26,5%, contra 22,3% do Ibovespa.

Tivemos mais um mês positivo para as ações brasileiras e internacionais. O evento mais marcante do mês foi a reunião do FED, cujo comunicado indicou a possibilidade de cortes de juros antes do que se imaginava. E a entrevista de Jay Powell após a reunião reforçou ainda mais essa possibilidade. Os mercados reagiram de acordo, e continuaram a recuperação forte iniciada em novembro. E o Brasil acompanhou esse movimento.

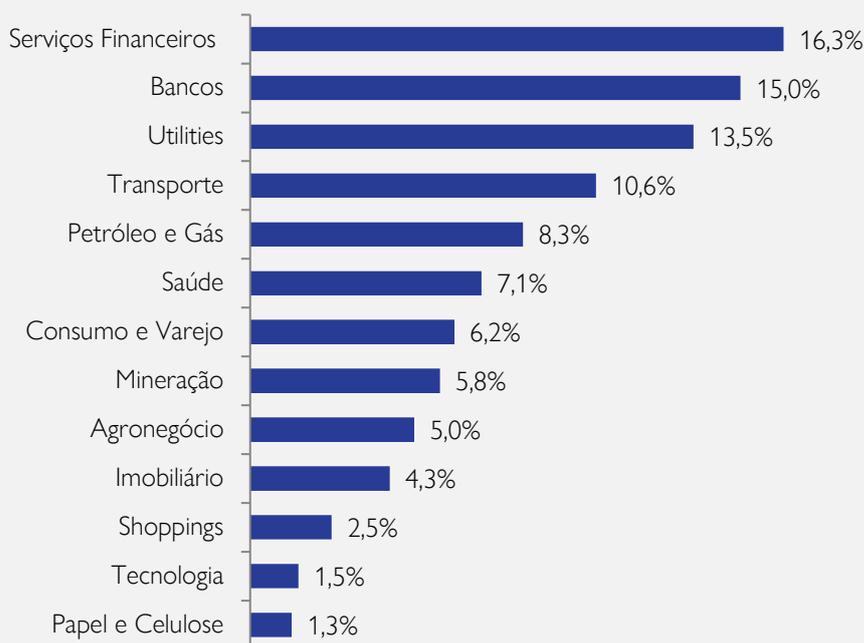
Fizemos poucas mudanças na carteira ao longo do mês, reduzindo marginalmente nossa exposição ao setor de saúde e aumentando o setor de serviços financeiros. As maiores contribuições positivas durante o mês vieram das posições em Itaú, Vivara, BTG Pactual e Cyrela. As ações da Vivara apresentaram bom desempenho no mês de dezembro. A Companhia vem apresentando performance operacional bastante forte, impulsionada pela marca Life, que vem colhendo frutos do seu bom posicionamento no mercado de presentáveis, conquistando clientes de diferentes categorias de produto. Ao longo do mês, as ações reagiram positivamente ao anúncio da aceleração do seu plano de expansão para 2024 e à indicação das boas vendas nos eventos de alta sazonalidade do trimestre.

Por outro lado, a principal contribuição negativa para a carteira foi de Mercado Livre.

A seguir, a atribuição de performance setorial da carteira e sua composição atual:

Setor	dez/23	2023
Bancos	1,6%	11,1%
Petróleo e Gás	0,1%	4,3%
Serviços Financeiros	0,4%	2,5%
Shoppings	0,1%	2,1%
Transporte	0,4%	0,8%
Utilities	0,6%	3,1%
Imobiliário	0,5%	2,6%
Saúde	0,4%	1,1%
Petroquímica	0,0%	-0,4%
Agronegócio	0,4%	1,9%
Papel e Celulose	0,0%	0,5%
Mineração	0,2%	-0,9%
Consumo e Varejo	0,8%	0,9%
Tecnologia	0,0%	0,4%
Mantaro Ações FIC FIA	5,3%	26,52%
Ibovespa	5,4%	22,3%

Composição Setorial da Carteira (29/12/2023)



MANTARO LB

Em dezembro, o Mantaro LB apresentou rentabilidade de 5,1%, acumulando alta de 23,1%, no ano contra 22,3% do Ibovespa.

No mês, a maior contribuição positiva veio da estratégia *net long*, especialmente de empresas de setores ligados ao mercado doméstico, Itaú, Lavvi e Vivara. As ações da Lavvi foram beneficiadas pelo ambiente pró-risco dos últimos dois meses e pela excelente performance operacional que a companhia vem apresentando. Acompanhamos a empresa desde seu IPO, e vemos com muito bons olhos a gestão e alocação de capital da empresa. Somado a isso, sua entrada no segmento Minha Casa, Minha Vida, ocorrida no quarto trimestre de 2023, pode representar uma nova oportunidade de realocação de capital para os próximos anos.

Em função da alta da bolsa brasileira, bem como mudança de preços relativos entre ativos da carteira, fizemos alguns ajustes pontuais em algumas posições, mas que não alteraram de forma significativa a exposição líquida, que permaneceu em 71,5%. A exposição bruta ao longo do mês variou pouco também, indo de 84,5% para 90,4% no fim o período.

Mesmo com a alta recente da bolsa brasileira e ponderando os riscos globais e domésticos, acreditamos que os preços correntes das empresas em que investimos estejam extremamente atraentes, apresentando uma assimetria bastante favorável de retorno para os próximos semestres. Por isso, levando em

consideração o nosso processo de gestão, que nos leva a rever constantemente nossas teses de investimento, estamos com uma exposição líquida próxima ao limite superior do fundo.

Abaixo, atribuição de performance do fundo por estratégia:

	Mês	Ano
Net long	5,0%	22,0%
Long Short	-0,1%	-0,8%
Internacional	0,0%	0,0%
Gestão ativa Bruta	4,9%	21,2%
Proteção	0,0%	0,5%
Mantaro LB FIC FIM	5,1%	23,1%

MANTARO EQUITY HEDGE

Em dezembro, o Mantaro Equity Hedge teve rentabilidade de 2,5%, acumulando alta de 18,1% no ano contra 13,0% do CDI.

O fundo iniciou o mês com uma exposição líquida de 22,8%, que se manteve praticamente estável ao longo do período, fechando o período em 25,7%. A exposição bruta no mês subiu, de 67,3% para 82,1%.

As maiores contribuições positivas durante o mês vieram das posições long em Lawi, BTG Pactual, Vivara e XP. Com relação a BTG e XP, em um mês com redução no prêmio de risco, os preços das ações das duas empresas tendem a se beneficiar de forma alavancada, considerando o efeito reflexivo que isso causa nas perspectivas do setor em que estão inseridas. Além disso, o preço da ação da XP também foi beneficiado pelo término do *overhang* da Itaúsa, que terminou de desinvestir de XP ao longo do mês, ocasionando uma reprecificação da ação em seguida.

A seguir, atribuição de performance do fundo por estratégia:

Atrib de Performance	dez/23	2023
Net long	2,6%	8,0%
Long Short	-0,3%	-0,8%
Outros	0,0%	1,0%
Caixa/Custos	0,1%	6,9%
Mantaro Equity Hedge	2,5%	15,2%
CDI	0,9%	13,0%

GESTOR

Mantaro Capital Ltda
Av Ataulfo de Paiva 1.120 – sala 505 – Leblon – Rio de Janeiro/RJ
ri@mantarocapital.com.br
Tel: 55 21 2042-3328

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada Mantaro Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Mantaro Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Mantaro Capital estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Mantaro Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.