

## Introdução

O ano de 2020 foi desafiador para as estratégias sistemáticas que usamos na Constância. Nos fundos de ações, os resultados do ano foram frustrantes. Os fundos multi-estratégia, como o Constância Absoluto e o Constância Previdenciário, tiveram um bom desempenho, apesar da contribuição negativa das estratégias fatoriais.

Apresentamos, abaixo, uma análise do desempenho do ano e entramos em algum detalhe sobre as razões pelas quais permanecemos muito otimistas em relação à estratégia multi-fatorial.

Qualquer janela de desempenho abaixo do *benchmark* é sempre razão de angústia. São bons momentos para voltar à prancheta, reavaliar premissas e procurar caminhos de melhoria.

Um dos aspectos atraentes de se adotar um processo sistemático de investimentos é o fato de o aprendizado poder ser cumulativo, e não necessariamente substitutivo. Discutimos algumas das avenidas de melhoria, que exploramos na parte final dessa carta.

1

## Alpha, risco passivo e horizonte temporal: a paciência é uma virtude.

Na base da proposta de investimentos da Constância, está a idéia de gerar retornos acima da média selecionando grupos de ações com determinadas características – os chamados fatores de risco.

Na prática, selecionamos grupos de ações baseados em cinco características distintas: valor, qualidade, crescimento de negócios (*momento fundamentalista*), baixo Risco e momento de preço. A escolha dessas características não é aleatória, mas fruto da constatação, através de ampla evidência estatística, de que ações que as exibem tendem a produzir melhores retornos que as demais. Esses retornos acima da média são conhecidos no jargão

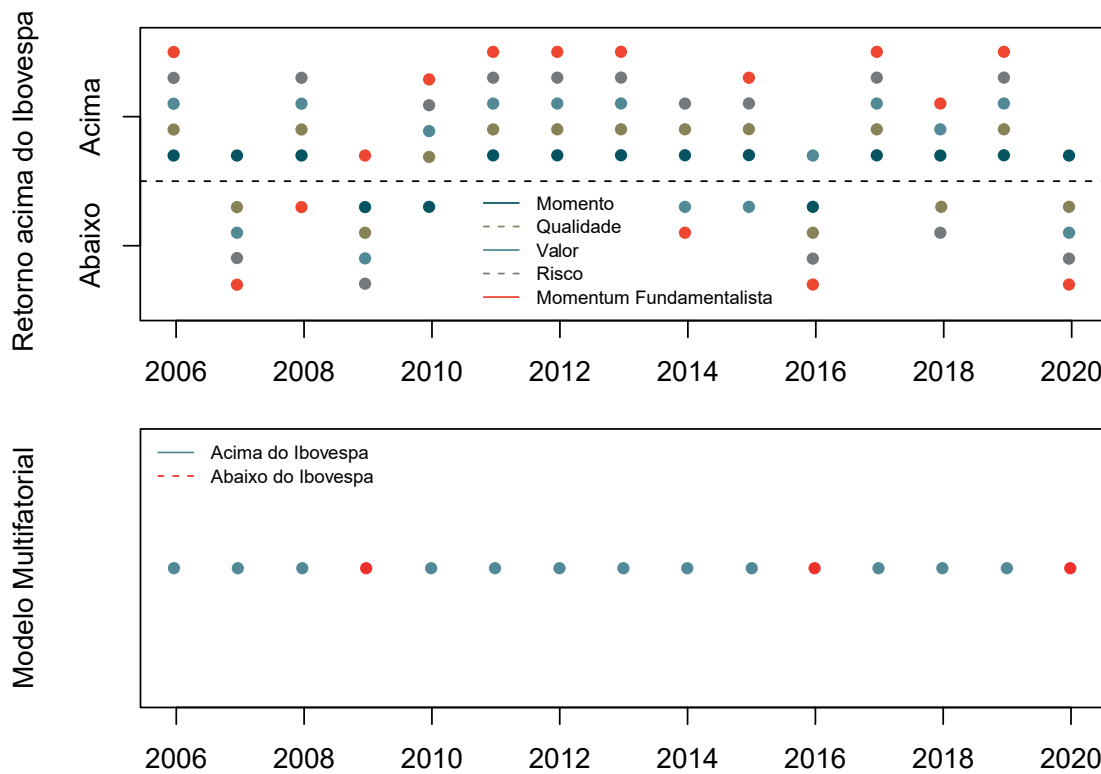
técnico como “prêmio fatorial”.

Os prêmios fatoriais são fenômenos persistentes, constatados ao longo de décadas, que incluíram períodos como a crise de 1930, a II Guerra Mundial, as crises do petróleo na década de 70 e a crise de crédito de 2008. Contudo, os prêmios fatoriais não exibem uma regularidade anual uniforme.

Nesse sentido, prêmios fatoriais são como o prêmio de renda variável (*equity premium*), que é constatável no longo prazo, mas pode flutuar substancialmente de ano a ano.

O quadro abaixo exibe o desempenho simulado de carteiras representativas de cada um dos cinco fatores de risco, tal como implementados pela

Constância no Brasil, em comparação ao Ibovespa nos últimos quinze anos<sup>1</sup>:



A primeira constatação importante é a de que cada uma das carteiras fatoriais supera o Ibovespa por uma margem razoável no *período acumulado*.

ter uma exposição diversificada entre eles, integrando-os todos no que chamamos de estratégia **multi-fatorial**.

Em segundo lugar, percebe-se visualmente como a maior parte dos resultados anuais são superiores ao Ibovespa. Vê-se também como diferentes fatores se revezam como vetores de geração de *alpha* a cada período.

O ano de 2020 foi um dos poucos (mas não o único) em que os fatores individuais exibiram um retorno inferior ao *benchmark* de forma quase sincronizada. Apesar do bom resultado médio ao longo do tempo, é de se esperar que haja anos em que o processo multi-fatorial produza resultados abaixo do *benchmark*. Nesse sentido, o resultado de 2020 deve ser considerado algo incomum, mas de forma alguma raro.

<sup>1</sup> Cada carteira foi modelada com restrições mínimas de liquidez, presumindo um valor investido de R\$1,0 bilhão no presente, indexado pela liquidez no mercado em cada instante.

A construção de carteiras de ações que adotamos visa gerar um *alpha* relevante na média, ao longo de alguns anos, mas há um importante porém: para fazê-lo, corremos risco passivo – ou seja, nossas carteiras não se parecem em quase nada com o índice Ibovespa.

Existe uma medida muito interessante do risco passivo de uma estratégia, conhecida como *active share* (“parcela ativa”), que mede a distância de uma carteira para seu *benchmark*. Quanto maior essa distância, mais ativo o estilo de gestão é considerado. O *active share* do Constância Fundamento, nosso maior fundo de ações, é bastante alto – **69,10% em 30/09/2020**. Com efeito, o *active share* do Constância Fundamento é alto mesmo quando comparado a fundos com carteiras muito concentradas.

Um *active share* alto permite, na média, gerar retornos mais altos em relação ao *benchmark*, mas expõe a carteira a períodos de *underperformance*. Não há solução perfeita ao dilema do risco passivo: uma carteira indexada nunca fica abaixo do *benchmark*, mas nunca produz *alpha*. Uma carteira ativa pode produzir *alpha* no médio prazo, mas sempre exibirá períodos abaixo do *benchmark*. De forma mais realista, podemos almejar diminuir a incidência de períodos ruins, mas não há como eliminá-los.

Uma questão particularmente incômoda no Brasil diz respeito à concentração do Ibovespa em

poucos nomes e nos setores de *commodities* e de serviços financeiros. Por um lado, as carteiras com desempenho mais eficiente e equilibrado são bem mais diversificadas que o índice. Por outro lado, essa construção diversificada sujeita o fundo à performance inferior quando um papel muito representativo no índice, como Vale ou Petrobras, registra desempenho muito bom ao longo de um ano. Nossa escolha é pela diversificação e seus benefícios de médio prazo.

Cabe também perguntar: períodos ruins de retorno fatorial não poderiam ser previstos ou evitados? Nossa pesquisa nunca identificou uma maneira confiável de prever quais fatores terão bons desempenho no curto prazo. Ampla pesquisa acadêmica e a prática diária de gestores muito capazes no exterior tampouco revelam técnicas confiáveis nesse sentido. Somos muito céticos a respeito da possibilidade de se prever retornos fatoriais no curto prazo.

Por isso, nossa atitude sempre foi – e permanece a ser – a de ter uma exposição equilibrada e estrutural aos distintos fatores e manter uma disciplina alocativa que necessariamente deve ter um caráter plurianual.

Tendo voltado à prancheta, em que pese a frustração com o resultado de 2020, não vemos razão para concluir que a estratégia de prêmios fatoriais tenha perdido validade, no Brasil ou fora dele.

## Medo, incerteza e delírio em Las Vegas

A formação de preços em mercados acionários, no curto prazo, tem tudo a ver com expectativas. No longo prazo, preços tendem a convergir com as realidades econômicas mais tangíveis de cada empresa.

A pandemia gerou incertezas e perda de visibilidade econômica como poucas crises passadas. Quando a visibilidade é baixa, investidores acabam por orientar suas decisões por hipóteses mais ou menos especulativas de como será o futuro da economia, dos seus vários setores e das empresas que compõem cada setor. Esse ano foi rico no desenvolvimento de hipóteses de caráter mais especulativo sobre um futuro dominado por novos comportamentos criados pela pandemia, como o “fique em casa”.

De forma geral, a dinâmica de preços teve muito a ver com expectativas de como um suposto “novo

normal” econômico afetaria o fundamento das empresas e pouco com o estado corrente desses fundamentos – o que não favoreceu estratégias que, como a nossa, se baseiam sistematicamente nesses fundamentos.

Os vastos estímulos fiscais e monetários injetados nas principais economias do mundo ajudaram a criar um ambiente propício ao desenvolvimento de verdadeiras bolhas especulativas, como a que se constata presentemente em segmentos do setor de tecnologia no EUA.

Para melhor entender o desempenho do Ibovespa esse ano, agrupamos seus componentes em três tipos: (a) empresas de *commodities*, (b) empresas ligadas ao “fique em casa” e (c) empresas da economia tradicional. Os retornos de cada grupo são apresentados abaixo:

	Retorno	Peso no Ibovespa
Commodities	32.4%	35%
“Fique em casa”	22.6%	18%
Economia Tradicional	(13.5)%	47%

O resultado do Ibovespa esconde variações muito expressivas entre seus componentes. As ações de

empresas de *commodities* tiveram retornos ligados à forte desvalorização do real e também à subida no

preço das próprias *commodities* ao redor do mundo. Na parte doméstica, chama a atenção o fato de que, mesmo após o advento das vacinas contra a Covid-19, setores fora do seletto grupo de empresas “fique em casa” não tenham se recuperado.

Salta também aos olhos a magnitude das apostas implícitas nos preços das empresas quando comparamos os múltiplos e os resultados recentes dos três grupos:

	Preço / Patrimônio	Preço / Lucro	ROE (3Y)	Crescimento Receita <sup>2</sup> (%)
Commodities	7.06	22.43	9.71%	19.23%
“Fique em casa”	5.97	73.91	11.08%	11.72%
Economia Tradicional	3.25	25.39	17.99%	9.50%

As ações “fique em casa” tem um múltiplo de avaliação que é quase o triplo das de economias tradicionais em termos de lucro e quase o dobro em relação ao patrimônio líquido. Isso, apesar de a rentabili-

dade média destas últimas ser, na média, bem mais alta que as empresas “fique em casa” e seu crescimento ser pouco inferior.

5

## Uma questão de valor?

*Minha terra tem palmeiras onde canta o sabiá,  
As aves, que aqui gorjeiam, não gorjeiam como lá.*  
(Gonçalves Dias, em “Canção do Exílio”)

Pediremos ao leitor que nos permita uma breve digressão sobre o mercado internacional antes de entrarmos no assunto da qualidade no Brasil. Existe uma discussão muito animada, no mo-

mento, a respeito do mau desempenho do fator Valor nos principais mercados do mundo. Por que estratégias baseadas em valor têm ido tão mal, recentemente, nos EUA?

<sup>2</sup> Crescimento (%) de receita em valor nominal dos últimos 3 anos.

Em trabalho recente<sup>3</sup>, Cliff Asness<sup>4</sup> analisou o hiato de Valor<sup>5</sup> (*value spread*) entre as ações caras (“de crescimento”) e baratas (“de valor”) no mercado americano. Esse indicador é calculado como a razão da avaliação das ações mais caras do mercado em relação às mais baratas. O que

ele mostra é que nunca, em qualquer outro ambiente de mercado desde 1967, ações tidas como “de crescimento” foram relativamente tão mais caras que as ações “de valor”. O gráfico está entre os mais contundentes que já vimos em finanças:



Hiato de Valor nos EUA. Fonte: AQR Capital Management<sup>6</sup>

Como interpretar esse hiato (*value spread*)? O que ele mostra é que o otimismo em relação às empresas da “nova economia”, nos EUA, supera as expectativas a respeito das demais empresas por uma margem inaudita. Um caso emblemático é o da Tesla, cujo valor de mercado é, hoje, maior que o conjunto de todas as montadoras norte-americanas e europeias somadas, apesar de produzir somente uma pequena fatia dos lucros dessas mesmas empresas. Por outro lado, a avaliação de grande parte das empresas mais tradicionais per-

manece relativamente barata em relação ao histórico.

Estará o mercado correto em sua avaliação da perspectiva relativa entre as empresas? Não pode essa divergência de avaliação simplesmente refletir que empresas como a Tesla realmente têm perspectivas muito melhores que as demais? Afinal, os produtos dessas empresas são fantásticos, como, por exemplo, os carros da Tesla. Empresas como o Google exibem características monop-

<sup>3</sup> <https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Is-Systematic-Value-Investing-Dead>.

<sup>4</sup> Fundador e CEO da AQR Capital Management, uma das mais importantes casas quantitativas do mundo.

<sup>5</sup> O hiato de valor, ou *value spread*, é definido como a razão entre o Preço/Book de ações de crescimento (*growth*) e o Preço/Book de ações de valor (*value*). O Preço/Book de ações de **valor** (*valor*) é calculado através de uma média ponderada, em que os pesos são aqueles atribuídos pelo portfólio indicador de Preço/Book para a parte **long** (*short*). Valores **altos** (*baixos*) desse hiato indicam que as empresas de baixo valor estão mais **caras** (*baratas*) em relação às empresas de alto valor.

<sup>6</sup> Refira-se à nota de rodapé 3.

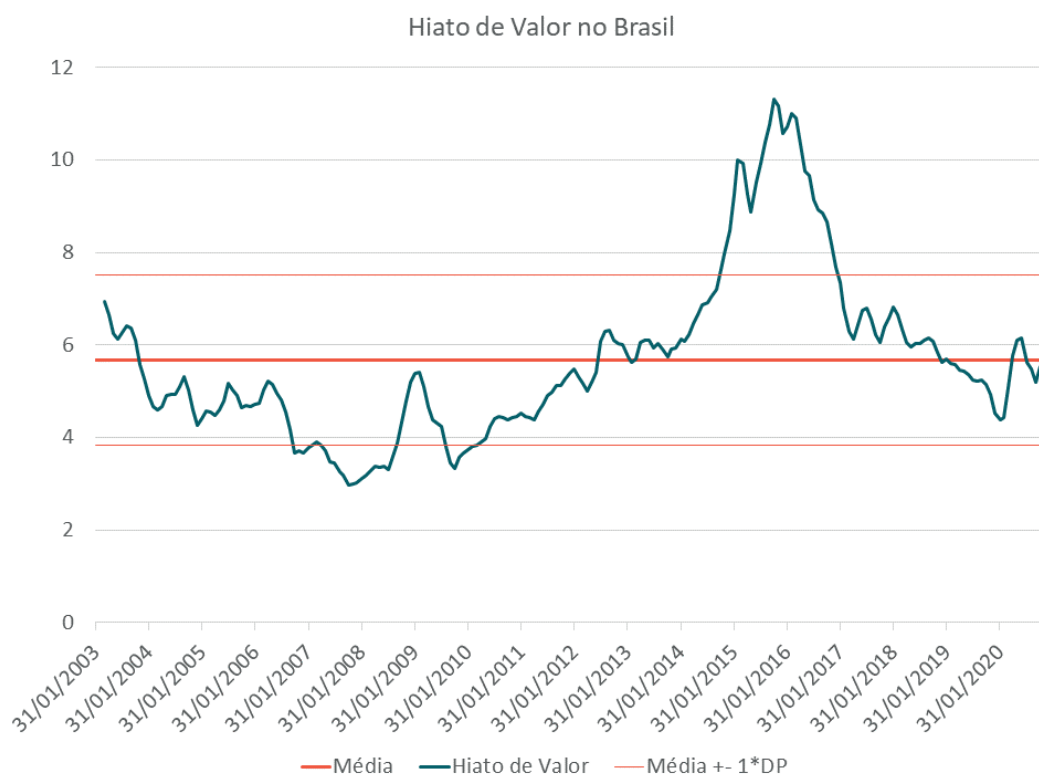
listas que as tornam super lucrativas.

Afirmar que o hiato de valor está exacerbado no momento não equivale a prever que o Google deixará de ser monopolista no curto prazo ou que os carros elétricos não tenham um futuro brilhante.

Tampouco, equivale a negar que essas empresas caras sejam empreendimentos de sucesso extravagante. O que a afirmação implica é que basta

que o mercado esteja um pouco otimista demais em relação às empresas caras e um pouco demasiado pessimista quanto às demais para que, em algum momento, haja uma reversão dessa situação.

Calculamos o hiato de valor para o mercado brasileiro da mesma forma como Asness calculou para os EUA. Para a surpresa de muitos, não



Fonte: Constância. Elaboração própria.

constatamos no Brasil o mesmo fenômeno dos EUA. Ao contrário, o hiato de valor encontra-se próximo à média histórica no país.

No Brasil, o maior hiato de valor ocorreu na crise que precedeu o impeachment da presidente Dilma Rousseff. Naquele momento, como veremos

adiante, investidores buscaram abrigo em empresas de qualidade, com negócios estáveis e defensivos, que se tornaram extremamente caros, e abandonaram as empresas mais cíclicas e menores, que atingiram avaliações muito, muito baratas. O que a realidade provou subsequentemente foi que, tanto o otimismo em relação às empresas

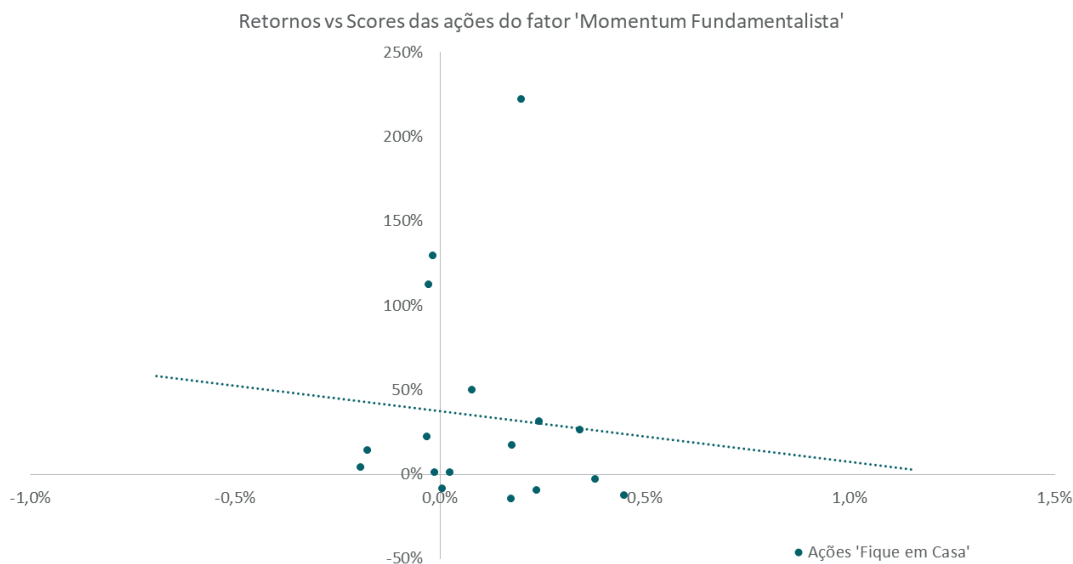
de qualidade, quanto o pessimismo sobre as demais, foram pouco realistas.

Como interpretar então a enorme dispersão de retornos entre ações “fique em casa” e a ações de economia tradicional no Brasil, que observamos em 2020?

## Uma questão de qualidade

Ao contrário dos EUA, as ações que mais se valorizaram no Brasil não foram as de empresas com alto crescimento *realizado* recentemente, mas ações de empresas com alto crescimento *esperado*, independentemente de seu crescimento efetivamente realizado. O gráfico abaixo relaciona o

retorno de ações em 2020 contra sua pontuação de **momentum fundamentalista (crescimento de negócios)** em nosso modelo multi-fatorial, uma média de várias medidas como crescimento *realizado* de receita, de lucro operacional, de margem, entre outras, em períodos de 1 a 3 anos.



Fonte: Constância. Elaboração própria.

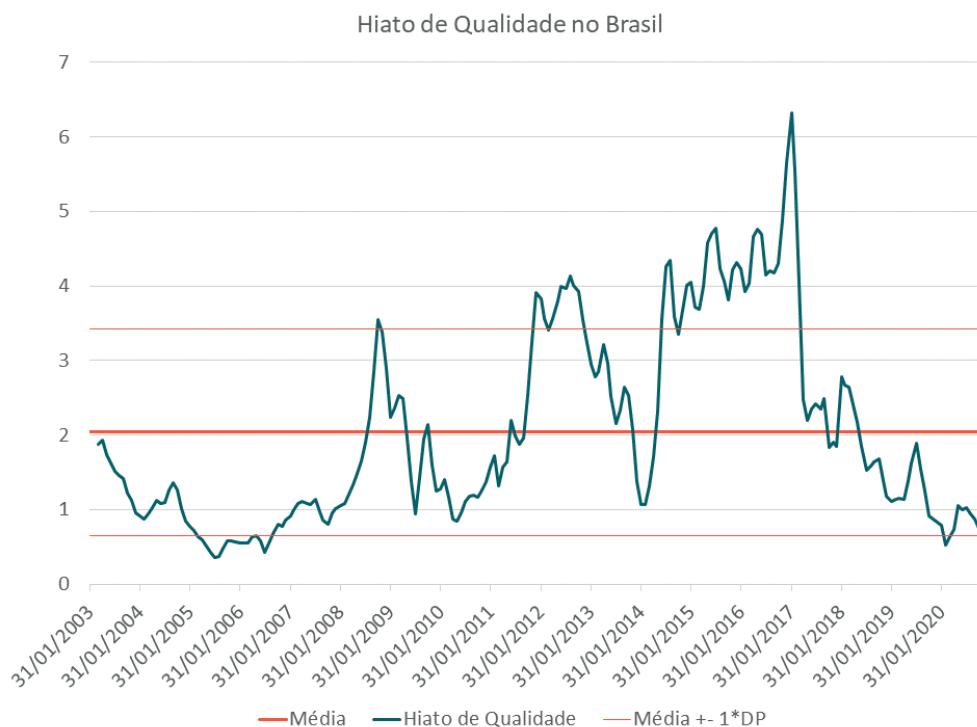


A linha tracejada mostra a relação entre retornos e *momentum fundamentalista* das ações do grupo “fique em casa”. Curiosamente, a regressão indica que, na média, quanto pior a pontuação de crescimento *realizado*, melhor o retorno da ação em 2020! O mercado parece esperar que haja uma reversão completa na fortuna dessas empresas.

Ocorre, portanto, que o mercado brasileiro não atribui, como o americano, um alto prêmio ao crescimento *realizado*. Aqui, o que constatamos é um prêmio em relação ao crescimento *espera-*

*do*. Esperam-se grandes coisas de empresas cujo desempenho recente não exhibe grande destaque. No Brasil, as narrativas parecem ser reveladas na forma de um **hiato de qualidade**<sup>7</sup> – **em prol das empresas de menor qualidade** –, não um hiato de valor.

Calculamos uma pontuação de qualidade para cada ação brasileira através da média de uma série de indicadores de rentabilidade, margem, estabilidade de negócio e alavancagem financeira. Portanto, recebem pontuação alta as empresas



Fonte: Constância. Elaboração própria.

<sup>7</sup> O hiato de qualidade, ou *quality spread*, é definido como a razão entre o Preço/Book de ações de alta qualidade (*quality*) e o Preço/Book de ações de baixa qualidade (*junk*). O Preço/Book de ações de **alta qualidade** (baixa qualidade) é calculado através de uma média ponderada, em que os pesos são aqueles atribuídos pelo portfólio fator de Qualidade para a parte **long** (*short*). Valores **altos** (baixos) do hiato indicam que as empresas de alta qualidade estão mais **caras** (baratas) em relação às empresas de alto risco.

com negócios mais rentáveis, mais estáveis e menos endividados.

O gráfico acima mostra a razão da avaliação das empresas com melhor pontuação de qualidade contra as de pior.

Nos anos que antecederam o processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff, qualidade foi um fator dominante no mercado brasileiro. No momento mais barato da bolsa brasileira, havia uma distância enorme entre a avaliação das empresas “defensivas” e as demais – ou seja, o fator qualidade estava extremamente caro. Naquele exato momento, o fator valor estava em seu ponto mais barato, por conta dessa dicotomia de qualidade.

No momento atual, o fator qualidade está num de seus momentos mais baratos historicamente. As expectativas são de um futuro brilhante para empresas do “novo normal” (que hoje não exibem negócios tão estáveis ou rentáveis), muito além de qualquer perspectiva para as boas empresas de setores mais tradicionais.

A última vez que o fator qualidade esteve tão barato no Brasil foi o período de 2006/2007. Naquele momento, acreditava-se que o Brasil embarcava num período de alto crescimento em que nada podia dar errado. Um pouco como

hoje, investidores estavam muito interessados em buscar crescimento, mesmo em detrimento de qualidade. Em seguida, com a crise de 2008, investidores foram lembrados que expectativas quase sempre desapontam.

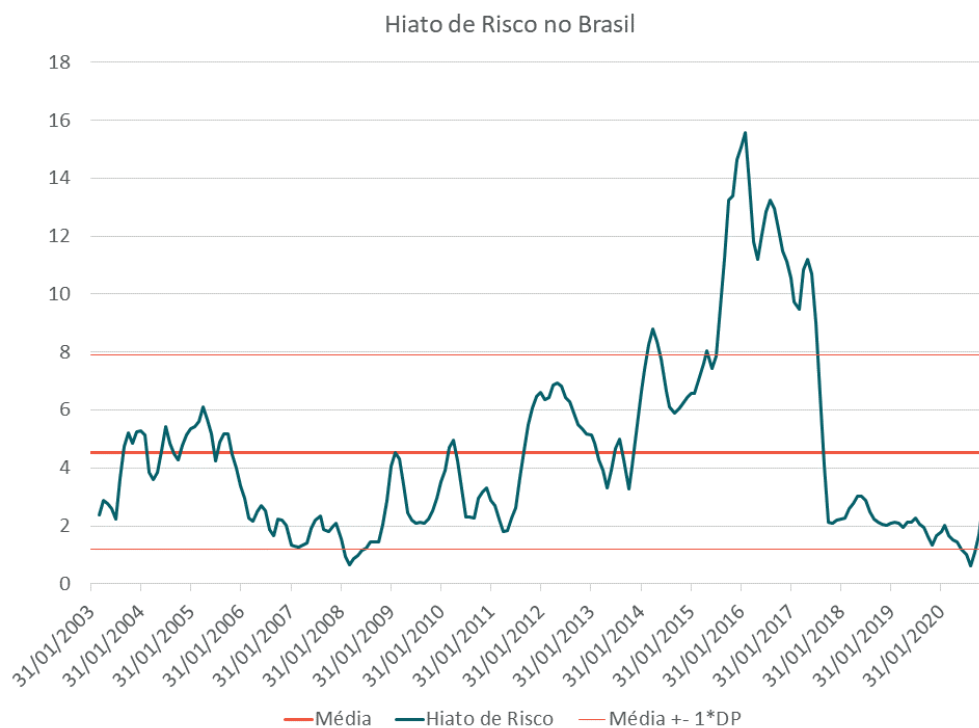
Em outras palavras, se quiser fazer rir a Deus, conte-Lhe seus planos. É justamente a tendência dos mercados a refletir expectativas exageradas que faz com que as estratégias fatoriais funcionem ao longo do tempo.

De forma análoga ao hiato de qualidade, constatamos que o **hiato de baixo risco**<sup>8</sup>, que seleciona ações baseadas em seu baixo beta e baixa volatilidade, também está num dos pontos mais baratos da história recente. Junto com o fator qualidade, o fator baixo risco expressa a busca por investimentos defensivos.

Esses dados apontam para uma oportunidade muito interessante de reversão do preço das ações mais defensivas. Nós já havíamos apontado para esse fenômeno em cartas anteriores, mas ele só se aprofundou ao longo de 2020.

É difícil prever quando uma reversão pode ocorrer – não somos fãs de fazer previsões. Contudo, a experiência indica que, quando as reversões ocorrem, sua velocidade é alta. Portanto, convém estar posicionado para isso, com paciência.

<sup>8</sup>O hiato de risco, ou *risk spread*, é definido como a razão entre o Preço/Book de ações de baixo risco (*low risk*) e o Preço/Book de ações de alto risco (*high risk*). O Preço/Book de ações de **baixo risco** (alto risco) é calculado através de uma média ponderada, em que os pesos são aqueles atribuídos pelo portfólio fator de Risco para a parte **long** (short). Valores **altos** (baixos) do hiato indicam que as empresas de baixo risco estão mais **caras** (baratas) em relação às empresas de alto risco.



Fonte: Constância. Elaboração própria.

## Uma estrada pouco trilhada

*Meu cavalo acha estranho.  
Paramos longe de qualquer fazenda  
No meio do mato, num lago gelado.  
Numa das tardes mais tristes do ano.*

*Ele chacoalha a sela e arreios,  
“Por que aqui?”, pergunta a mim.*

*Um lugar amável, triste e profundo,  
Mas tenho promessas a cumprir,  
Andar milhas a fio antes de dormir,  
Milhas a fio, antes de dormir.*

(Robert Frost, de “Woods on a Snowy Evening”)

Toda a discussão acima, de forma alguma, significa que nos contentemos em simplesmente esperar por uma reversão de tendências. Cada ciclo de investimentos contém lições a serem aprendidas. Temos direcionado esforços importantes de melhoria em nossas estratégias, notadamente:

(I) expandir o número de indicadores de seleção de ações que utilizamos, para capturar a maior quantidade possível de informação sobre as ações de forma sistemática;

(II) aperfeiçoar a construção de carteiras, levando em conta os diferentes ciclos de retorno dos fatores (as correlações de seus retornos);

(III) melhorar a forma como lidamos com o risco passivo de concentração do Ibovespa nos setores de commodities e serviços financeiros;

(IV) como aproveitar da melhor forma possível os retornos de ações mais ilíquidas sem comprometer a liquidez e escalabilidade da estratégia.

Ademais, não deixamos de lado a experiência e a discricionariedade na gestão de nossas carteiras. Além das carteiras sistemáticas, nossos fundos incorporam um posicionamento tático que procura complementá-las. No ano que se encerrou, o posicionamento tático contribuiu positivamente em todos os fundos, em diferentes proporções.

## Conclusão

Apesar do desafio representado pelo desempenho de curto prazo, não enxergamos razão para acreditar que a estratégia sistemática fatorial tenha perdido potencial.

Ao contrário, o passado indica que os prêmios fatoriais (a) existem, (b) são consistentes, (c) exibem uma reversão à média e (d) a realização de bons resultados de médio prazo depende de uma disciplina plurianual.

Ao contrário dos EUA, onde o fator valor parece extremamente barato no momento, no Brasil são os fatores defensivos de qualidade e baixo risco que parecem estar muito baratos e apresentar um ótimo ponto de entrada.

Como empresa, não nos contentamos em aguardar uma reversão à média. São muito animadoras as perspectivas do trabalho de aperfeiçoamento constante que realizamos em nossos modelos. O conhecimento incorporado num processo de investimento sistemático é cumulativo – não substitutivo – e essa é uma das características mais promissoras nesse estilo de investimento. Além disso, combinamos uma postura tática às carteiras sistemáticas que procura agregar um outro vetor de retornos.

Tudo isso nos faz renovar nosso compromisso e otimismo com o desenvolvimento de estratégias sistemáticas no Brasil e com nossa forma particular de implementá-las.

## Relatório de Gestão Dezembro de 2020

### Constância Fundamento FIA

Em dezembro, o Fundo obteve um retorno de +6.28%, comparado a uma oscilação do Índice Ibovespa, que foi de +9.30%. E encerrou o ano com retorno de -6.23%, contra o benchmark em +2,91%.

O período foi uma continuação do movimento iniciado em novembro, com a expectativa de um período de reativação econômica pós-recessão, no qual ocorre um aumento da demanda, a chamada reflexão.

Apesar de uma nova onda de contágio do Covid-19 e com a economia dando sinais mistos de recuperação, os investidores enxergam essa realidade para a perspectiva de crescimento global após o impacto econômico da pandemia, possivelmente no segundo semestre de 2021.

Em novembro, quando fabricantes de medicamentos revelaram eficácia nas vacinas, investidores compraram ativos que vencem em um ciclo econômico melhor, as políticas monetárias tornaram-se ultra acomodativas e a esperança de mais gastos com estímulos sob o presidente eleito do EUA, Joe Biden, só deram mais combustível a essas apostas.

Nesse cenário, os destaques foram a queda do dólar, mercados emergentes subindo mais que os desenvolvidos, com a liderança de setores mais cíclicos, como o de Commodities, e, novamente, os Bancos.

Por construção, nossa estratégia é diversificada e não perseguimos tendências. Partimos de uma carteira equilibrada, desenvolvida cuidadosamente por nossa área de modelagem quantitativa, que é baseada em cinco fatores de risco e composta por uma centena de ações em diversos setores.

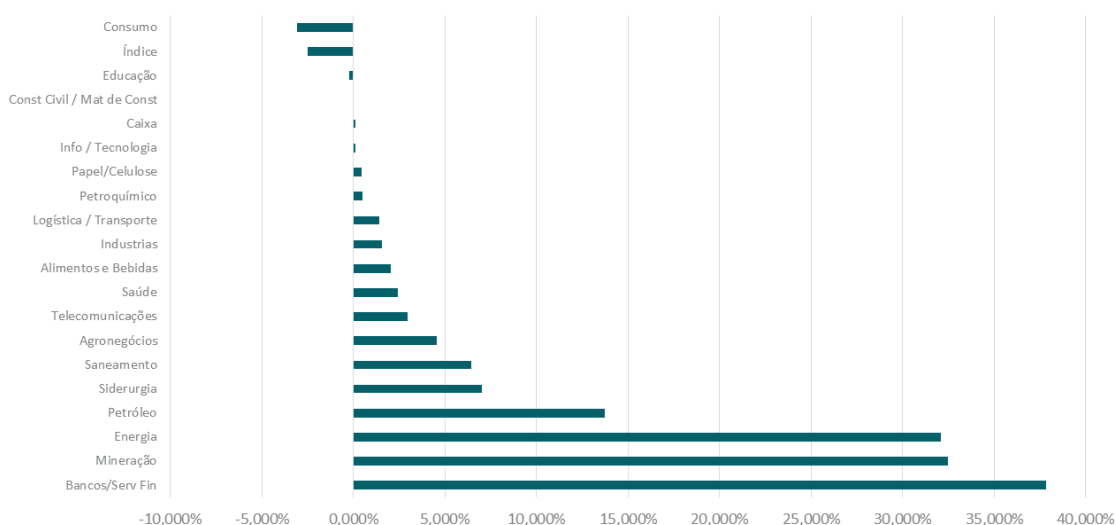
O benefício da diversificação, em grande parte é mitigar o que chamamos de risco de cauda. Em uma segunda etapa, nos debruçamos sobre a carteira. E novas observações fundamentalistas, qualitativas ou de mercados são incorporadas. Por fim, a protegemos para o inesperado com uso de derivativos, principalmente, compra de opções.

As operações de Hedge contribuíram com 1.03% no mês e, em parte, conseguimos capturar o bom momento para os setores de *Commodities* e Bancos, dando um peso maior às ações da Vale e do Banco do Brasil.

Os fatores que apresentavam *drawdown* até o terceiro trimestre do ano mostraram uma recuperação inicial, de forma sincronizada. Os cinco fatores fecharam o quarto trimestre positivos.

Individualmente, as maiores contribuições foram VALE3; PETR4; BBAS3 e CMIG4; as piores, CRFB3 e AGRO3.

Resultado por Setor - Constância Fundamento FIA - Dezembro/2020



## Constância Absoluto FIM

O Fundo obteve uma rentabilidade de +2.18%. Nossa estratégia Long Short multifatorial colaborou com 1.72%. Todos os fatores subiram no quarto trimestre, e, em dezembro, todos subiram de forma sincronizada. O Fundo encerrou o ano com retorno de 7,78%, equivalente a 280,95% do CDI.

Diminuímos a exposição bruta com resultado da zeragem de exposições de arbitragem e volatilidade em 10%, terminando com uma exposição bruta

de 155%. O Fundo busca uma diversificação de estratégias com baixa exposição direcional.

As estratégias de Arbitragens colaboraram com +0.59%, com destaque para a posição comprada em Smiles e vendida em GOL. Outras estratégias de Eventos e as estratégias de Volatilidade colaboraram com +0.19%; caixa, títulos públicos, custos e taxas de administração e performance resultaram em -0.32%.

## Constância Brasil FIA

O Constância Brasil FIA apresentou rentabilidade de 7.12%, inferior ao Ibovespa, que teve rentabilidade de 9.30%, em dezembro. No ano, o Fundo teve desvalorização de 7.00%, enquanto o Ibovespa valorizou-se 2.91%.

Grande parte do baixo desempenho do Fundo foi devido à porção sistemática do portfólio. Em 2020, a Carteira Discrecional apresentou rentabilidade de -3.7%, enquanto a Carteira Sistemática

teve desempenho negativo de 7.5%.

Como já demonstramos acima na carta anual, 2020 foi atípico para as nossas estratégias multifatoriais. Esperamos que outro período tão desafiador não se repita neste ano, depois que os mercados voltarem à racionalidade.

Finalizamos o ano com 108 ações e 98% da carteira investida.

# CONSTÂNCIA

INVESTIMENTOS

---

R. Joaquim Floriano, 100 #141 - São Paulo SP - 04534-000 Brasil  
+55 11 3060-9000 | contato@constanciainvest.com.br  
www.constanciainvest.com.br

---

