

Carta de Gestão

Maio/2024

Cenário

Os últimos meses vêm se mostrando frustrantes para nossas estratégias, e o mês de maio não foi exceção. Assim como nossos colegas discutem em maior detalhe em suas cartas mensais, o ambiente de mercado foi fortemente dominado por fatores macroeconômicos. Nesses momentos, as correlações tendem a aumentar e as ações negociam com relativamente pouca diferenciação em relação às suas características individuais.

Nossas estratégias são, em sua maioria, voltadas para explorar diferenças nas dinâmicas individuais das ações – e os períodos de alta correção são quase sempre desfavoráveis.

Nesse último mês de maio, o foco do mercado tem se voltado para os impactos das enchentes no Rio Grande do Sul e suas consequências e, de forma mais ampla, na dinâmica fiscal do Estado Brasileiro.

Embora haja incertezas sobre os reflexos sobre o preço dos ativos, trata-se de um evento claramente inflacionário no curto prazo, afetando tanto os preços dos alimentos quanto os preços industriais. O esforço de reconstrução pode criar desafios de demanda nos insumos da construção civil e gargalos de produção. Essa deterioração do quadro inflacionário torna mais difícil o desafio do Copom, que precisa encerrar, pelo menos por enquanto, o ciclo de corte da taxa de juros. Além disso, a contínua degradação das expectativas de inflação para 2025 e 2026 está aumentando a pressão na parte curta da curva de juros e reduzindo significativamente o espaço para cortes adicionais da taxa de juros. Nesse contexto, pode-se observar no último dia 4 de junho que as opções de Copom indicavam uma probabilidade de manutenção da taxa de juros de cerca de 79,5%.

Em uma situação de diminuição das expectativas de corte, o Copom se tornará "refém da curva de juros" e perderá a liberdade de apresentar um cenário mais *dovish* do que aquele previsto pelo mercado até o momento.

Essa interrupção do ritmo de corte nos juros locais nos parece temporária, com uma nova ancoragem das expectativas após o reinício do ciclo de redução da taxa de juros do *Fed*, que pode ter espaço para agir no último trimestre do ano.

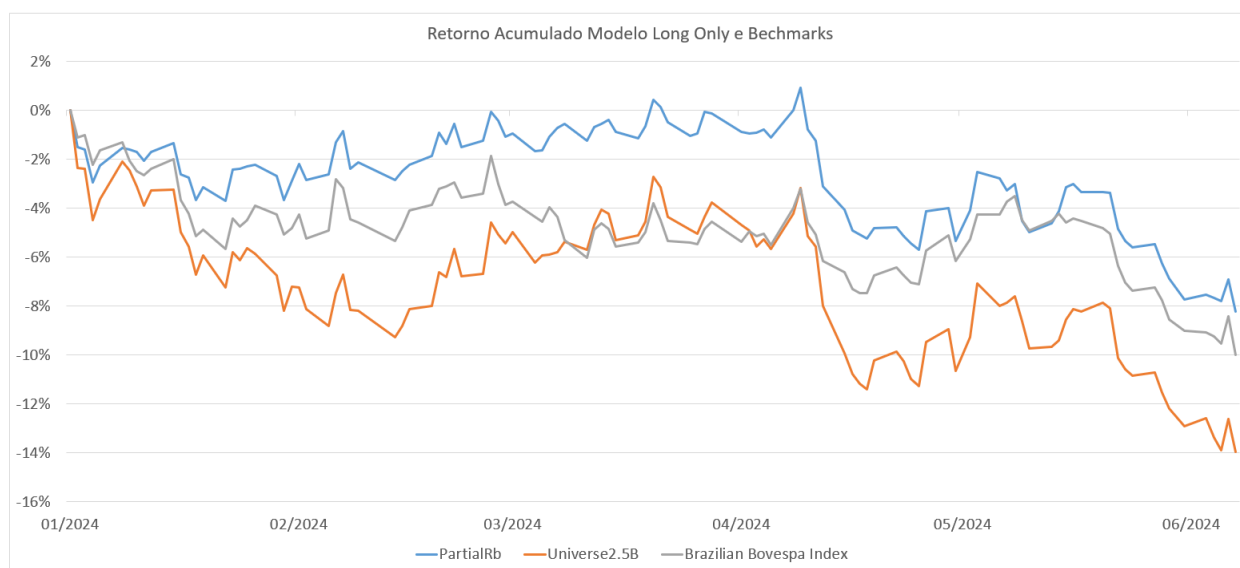
No cenário global, *commodities* tais como cobre e ouro alcançaram máximas históricas, ativos que são tipicamente considerados para proteção em momentos de maior inflação. Já o Ibovespa registrou uma queda de 3,04%, com apenas 25 entre 87 ativos negociados no mês apresentando alta. Atribuímos esse mau desempenho principalmente ao novo consenso sobre o ciclo de juros.

Constância

Fundamento FIA



- 1- Universo Constância: índice teórico de dados passados com mesmos pesos entre ações com regras de liquidez que permitem empresas de amplo tipo de capitalização;
- 2- De 31/12/2001 até 31/05/2024, base 1, fonte: Capital IQ, B3 e cálculos da Constância Investimentos.



O Constância Fundamento FIA desempenhou em linha com o Ibovespa, no mês e no ano. Contudo, é importante reconhecer que esse desempenho ocorreu num contexto no qual o mercado de ações, analisado de forma mais ampla, teve um desempenho bem pior que o do Ibovespa. Uma maneira de verificar esse fato é comparar o desempenho do Ibovespa com o do Universo Constância de ações – um índice amplo e *equal-weight* de ações, produzido por nossa equipe. Uma carteira muito diversificada, como a do Fundamento, que inclui nomes que não pertencem ao índice, tem uma expectativa de retorno melhor que do índice Ibovespa no médio prazo, e especialmente em ambientes de alta.

Estamos convencidos de que, nesse momento, há um prêmio de risco muito alto no mercado acionário brasileiro – ainda maior do que o identificado mais facilmente no mercado de renda fixa. Esse prêmio é um bom indicador antecedente de retornos acima da média nos próximos anos.

Os fatores tiveram um comportamento em linha com um cenário mais deteriorado, no qual Valor, Baixo Risco e Qualidade performaram melhor quando comparados aos fatores Crescimento e Momento, que possuem uma dinâmica mais de curto prazo.

A estratégia *Alpha*, que busca identificar oportunidades de forma discricionária, detraiu 10bps no mês, principalmente devido aos efeitos da queda do petróleo e da deterioração da perspectiva de juros locais, que afetaram as ações do setor de consumo e incorporação imobiliária, que compõem sua carteira.

A maior novidade recente quanto ao Constância Fundamento foi a introdução de uma estratégia macro setorial, durante o mês de junho. A estratégia complementa o modelo multifatorial, aumentando ou diminuindo o peso relativo de setores de acordo com o ambiente macroeconômico. Introduzimos, assim, um elemento tático (*top-down*) sistematizado, que no passado foi tratado de forma mais discricionária.

A principal contribuição setorial positiva veio do setor de *utilities*, que teve um retorno de 0,6%, único setor com alta significativa. Já os setores industrial, financeiro e de energia detraíram 0,8%; 0,4% e 0,4%, respectivamente, explicados pelas dinâmicas de mercado acima.

Confira [aqui](#) todas as características, histórico e disclaimers do Constância Absoluto FIM.

Constância

Absoluto FIM

No Constância Absoluto FIM, o principal detrator este ano tem sido a estratégia *long & short* multifatorial, de cunho sistemático. Houve pouca diferenciação de retornos entre as ações que consideramos atrativas (da carteira comprada) e as pouco atrativas (da carteira vendida), ademais, as ações que consideramos mais defensivas não cumpriram seu papel de amortecer a queda da ponta comprada. Tais resultados de curto prazo, apesar de frustrantes, estão dentro dos parâmetros esperados para uma estratégia que tem repetidamente provado sua eficácia no médio e longo prazo.

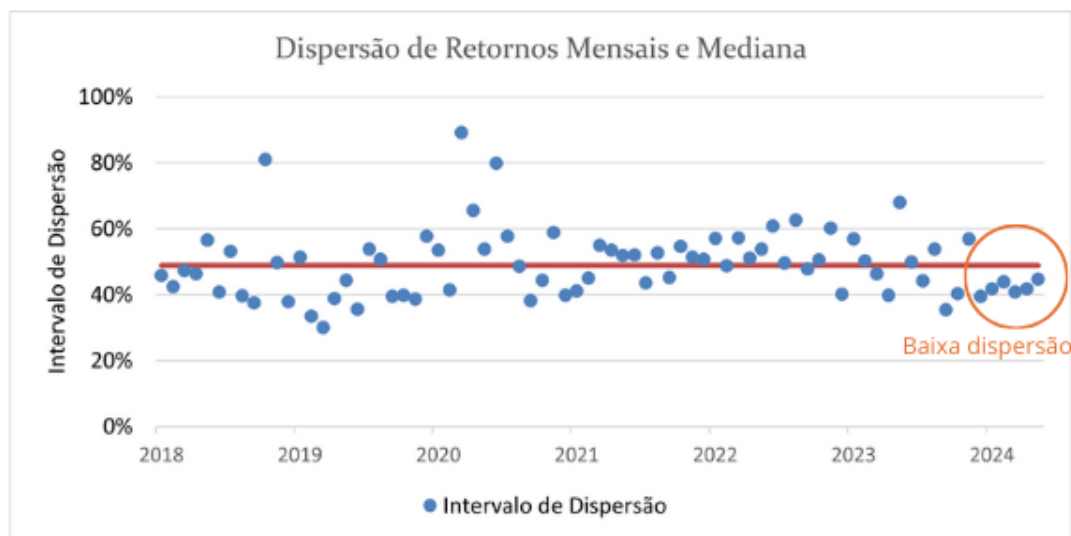
Em linhas gerais, a estratégia multifatorial *long & short* teve seus piores desempenhos (tanto realizados como no *backtest*) nas inflexões de ciclos econômicos, como no caso deste mês, com todos os fatores detraindo resultado. O melhor desempenho foi Valor, entregando neutralidade, enquanto o pior foi Momento/Técnico, com uma queda de 2,9% e que tem um desempenho pior em quebras de tendências de médio prazo. O bom balanceamento entre fatores, que exibem reações diversas ao longo do ciclo econômico, mitigou um desempenho que costuma correlacionar os fatores numa mesma direção em momentos em que a Bolsa é dominada por narrativas *macro/top down*.

O fundo apresentou uma queda de 1,3% no mês de maio, sendo 1,6% pelo modelo multifatorial sistemático. Três eventos atípicos afetaram negativamente o seu desempenho: 1) a oferta da Auren pela AES; 2) a oferta primária do Master e Ferrari pela Oncoclínicas e 3) a rápida reação de CBA ao alumínio, que juntos detraíram 0,9%.

As estratégias de arbitragem e de volatilidade em opções, que tendem a encontrar melhores oportunidades nesse tipo de ambiente, e no passado contribuíram positivamente durante períodos difíceis do *long & short*, não foram capazes de identificar oportunidades em número suficiente para gerar retornos relevantes.

O ambiente de volatilidade tem permanecido bastante estável e em níveis baixos, e o número de eventos corporativos, que dão origem a muitas de nossas operações de arbitragem foi extremamente reduzido. O destaque positivo foi para o par MRV/Eztec, que contribuiu em 0,09%.

O destaque positivo no período foi a estratégia de *macro-trend following*, introduzida recentemente e que ainda ocupa um orçamento de risco reduzido. A estratégia negocia pares de ativos tais como índices, moedas e futuros, de acordo com sinais produzidos por indicadores macroeconômicos. Nossos estudos mostram que essa estratégia complementa as demais de forma bastante eficiente e, devemos aumentar sua alocação no fundo com o tempo. Nesse último mês esse book contribuiu com 19bps, com destaque para a performance do Ouro&Prata vs USD/BRL.



Confira [aqui](#) todas as características, histórico e disclaimers do Constância Absoluto FIM.

Comunicados

Ficamos felizes em comunicar a entrada de novos colegas na empresa, que muito nos honram com sua presença:

- Roberto Teperman assumiu a Diretoria Comercial trazendo consigo uma vasta experiência de 27 anos no mercado. Ele passou por diversas casas renomadas, ocupando cargos de destaque, como RI na DAO Capital, *Head of Sales e Business Development* na Legg Mason Global Asset Management, *Client Service and Marketing Executive* na Western Asset Management Company. Sua carreira também inclui passagens por instituições proeminentes, tais como Citigroup Asset Management, Maxblue (Deutsche Bank), Unibanco, e Drogasil, onde adquiriu uma sólida bagagem profissional.

Roberto Teperman investe constantemente na sua formação, tendo concluído programas acadêmicos como o *Executive Program in Management* na Columbia University. Além disso, possui dois MBAs pela Universidade de São Paulo, um em *Risk Management* e outro em *Controller*.

- Hugo Stellet assume o cargo de Analista na mesa multifatorial. É graduado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), possui um Mestrado em Economia e Finanças pela Fundação Getúlio Vargas (FGV/EPGE). Além disso, é candidato ao título de PhD em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio).

Trabalhou como Analista de Risco na JGP e como *Trader de Equities* na Bogari Capital Hugo Stellet.

- Lucas Silva assume o cargo de Analista na mesa de arbitragem e valor relativo.

Lucas é graduado em Engenharia Elétrica com ênfase em Eletrônica pela Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo (EESC-USP) e possui Mestrado em Matemática Aplicada pelo Instituto de Matemática e Estatística da USP (IME-USP).

- Inês Castro ingressou na empresa como Analista de comunicação, uma nova área que surge para fortalecer a presença da comunicação e *marketing* da Constância.

É formada em Comunicação Organizacional pela Escola Superior de Educação de Coimbra (ESEC) e possui um Mestrado em Marketing pela Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra (FEUC). Possui experiência em gestão de redes sociais há mais de 7 anos.

Finalmente, não podemos deixar de notar a grande conquista pessoal de nosso Diretor de Risco, César Dammous, que neste mês completou os 90 km da ultra-maratona de Comrades, na África do Sul.