

## CARTA DO GESTOR – MARÇO 2018

### CENÁRIO MACRO

De um modo geral, no mês de março, o mercado seguiu sendo pautado pelas mesmas variáveis do mês anterior. De um lado, o impulso positivo com a perspectiva de melhora das condições macroeconômicas no Brasil. De outro, o “vento contra” vindo do cenário global, em função das incertezas geradas pelo risco de escalada do protecionismo global e pelo processo de normalização monetária nas principais economias. Por fim, um olho no cenário político-eleitoral brasileiro, ainda imerso em incertezas, conversas e tentativas de acordos.

Os mercados globais sacudiram com mais uma rodada de medidas protecionistas implementadas pelo governo norte-americano, que visam devolver competitividade a alguns setores da economia e reduzir o déficit comercial na maior economia do mundo. A primeira decisão foi sobretaxar as importações de aço e alumínio vindas de diversos países e foi seguida da imposição de tarifas sobre US\$ 50 bilhões de importações da China.

Tais medidas sofreram fortes críticas, com ameaças de retaliações vindas de diversos países, o que elevou o receio de uma escalada na guerra comercial global. Trump foi ainda muito pressionado pelos membros do partido Republicano, que lhe cobraram uma postura mais moderada e direcionada aos países com práticas desleais de comércio e não aos aliados históricos do país. O Governo teve que recuar e ceder em alguns pontos.

Por outro lado, a publicação de alguns dados mistos a respeito da atividade global, geraram questionamentos em relação ao real ritmo de crescimento econômico e diminuíram o ímpeto daqueles agentes que previam uma maior aceleração no processo de alta nos juros e de retirada de estímulos monetários no mundo.

Apesar de dados fortes de criação de vagas do mercado de trabalho americano em fevereiro (Payroll mostrou criação de 303 mil postos de trabalho em fevereiro ante expectativa de 205 mil), verificou-se um aumento menor nos salários, o que alivia os temores de pressão inflacionária, que exigiria uma postura mais ativa do Federal Reserve.

Da mesma forma na Europa, o índice PMI composto do bloco caiu para 55,3 abaixo das projeções dos analistas e a inflação desacelerou, com o CPI do bloco do Euro caindo para 1,1% YoY em fevereiro, abaixo da estimativa dos mercados.

Em decisão amplamente esperada, o FED elevou em 0,25 p.p. a taxa básica de juros, para o intervalo entre 1,50% e 1,75%. No entanto, em sua primeira entrevista coletiva como *chairman* do banco central americano, Jerome Powell, defendeu a manutenção do gradualismo no processo de retirada dos estímulos monetário, sem deixar de citar alguma preocupação com uma possível pressão nos preços advinda do aumento dos gastos públicos e das medidas protecionistas propostas pelo governo Trump.

No campo geopolítico, vale citar o acordo entre o Partido Social Democrata e o bloco conservador de Angela Merkel (CDU/CSU), que põe fim a mais de cinco meses de paralisação política na maior economia da Europa, bem como a aprovação da proposta que permite reeleições sucessivas na China, fato que abre caminho para Xi Jinping manter-se no poder pelo tempo que lhe convier.

No Brasil, seguimos em gradual processo de recuperação da economia, com baixos índices de inflação e tendência de melhora nas contas públicas, com déficit externo controlado. Os fundamentos que embasam a expectativa de crescimento da economia em 2018 seguem em curso (aumento da confiança, da concessão de crédito as famílias

e melhora gradual do emprego). Assim, apesar dos resultados mistos dos indicadores de atividade mais recentes, mantemos a projeção para o PIB de 2018 em 2,9%.

Com relação à política monetária, o Banco Central reduziu a Selic em 25 p.b. e indicou que o ciclo de cortes seguirá na reunião de maio, levando a taxa de juros básica para a mínima histórica de 6,25%. Diante do nosso cenário para a inflação, que não comporta surpresas adicionais em relação ao esperado pela autoridade monetária, julgamos que o ciclo de afrouxamento monetário se encerrará em maio.

A questão fiscal segue sendo o principal fator de risco da economia brasileira, embora marginalmente os dados fiscais venham se beneficiando de uma melhora na receita. A manutenção da trajetória de recuperação dos resultados primários e redução do risco fiscal no médio prazo segue plenamente dependente do cumprimento do teto de gastos no próximo ciclo eleitoral.

No campo político, o mês foi marcado por uma crescente movimentação nos bastidores e pelo lançamento de diversos balões de ensaio de pré-candidatos, que buscam ocupar o maior espaço possível no atual ambiente de ausência de nomes que consigam atingir o eleitor, que ainda se mostra indeciso e distante do debate.

Um dos novos pré-candidatos é o ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, que confirmou sua filiação ao MDB e que deixará o cargo para disputar a eleição. Meirelles inclusive já indicou o nome do secretário-executivo do Ministério da Fazenda, Eduardo Guardia, como seu substituto.

Até mesmo o Presidente Michel Temer, que carrega baixíssimos índices de aprovação, confirmou que pretende se candidatar, já que não encontra candidatos dispostos a defender o legado do governo nas eleições deste ano. Caso Temer não consiga viabilizar sua candidatura, o nome do ministro surge como um "plano B" natural para o MDB.

Diante de um quadro mais belicoso, o mercado parece se conformar com um ambiente cada vez menos propício para a votação de reformas e medidas econômicas importantes. Com um cenário externo relativamente acomodado e sem a perspectiva de grandes novidades vindas da economia local, o mercado passará a estar cada vez mais sensível ao noticiário político, que certamente será fonte crescente de notícias, especulações e muita volatilidade.

## ESTRATÉGIA MACRO

Nossos fundos macro tiveram performance positiva no mês, fechando o trimestre com resultados acima dos seus objetivos de retorno de longo prazo. O AZ Quest Multi teve retorno de 0,79% (149% do CDI), em março, enquanto o AZ Quest Multi Max se valorizou 0,95% (179% do CDI). O AZ Quest Yield fechou o mês com 0,74% (139% do CDI).

A principal fonte de contribuição positiva foram as posições aplicadas em juros reais, através da NTN-B's de prazos médios e longos. Já vínhamos comentando em cartas anteriores que acreditávamos na tendência de convergência dos juros reais para um patamar abaixo daqueles negociados anteriormente.

Mantivemos posição de *flattening* nos vértices curtos da curva de DI, onde ainda identificamos ganhos potenciais, considerando o alongamento do ciclo de corte de juros. Apesar de entendermos que a queda nas expectativas de inflação abre espaço para um adiamento do início do ciclo de alta nos juros, atualmente previsto para o segundo trimestre de 2019, decidimos reduzir a posição aplicada nos vértices intermediários da curva de juros nominais, por entender que o prêmio já se encontra bastante reduzido.

Possivelmente o maior potencial de ganhos no mercado de juros esteja no processo de *flattening* da parte mais longa curva, movimento que se acelerará tão logo os agentes reduzam sua percepção de risco fiscal, algo que só acontecerá com um cenário eleitoral mais claro.

Esse mês obtivemos ganhos relevantes em nosso book de moedas, especialmente com a posição comprada ZAR (moeda da África do Sul) e, em menor escala, Euro contra o Dólar.

O cenário de crescimento coordenado e baixos índices de inflação nas principais economias, geram um ambiente de *risk on* nos mercados, mesmo considerando a tendência de alta gradual nas taxas de juros globais. Nesse sentido, mantivemos uma posição estrutural vendida em dólar, por entender que a moeda americana deverá ser fonte de *fundling* para outros investimentos, em cenário semelhante ao observado nos primeiros anos do século, no período pré crise de 2008.

Temos mantido maior utilização de risco no mercado de renda variável, através de uma posição comprada em bolsa, já que as ações brasileiras devem seguir se valorizando em função da melhora do resultado das companhias pelos processos de desalavancagem financeira e alavancagem operacional.

A estratégia de valor relativo apresentou resultado marginalmente negativo, com ganhos nas posições compradas em Serviços Financeiros, Varejo, Consumo e Petróleo, e perdas no setor de Bancos.

Seguimos acreditando no gradualismo do processo de normalização monetária nos Estados Unidos, mas em um ritmo acima do precificado pelo mercado, por isso mantivemos nossa posição tomada em taxas de juros americana. Também tem sido constante a utilização de proteções contra os riscos de cauda gerados por eventos políticos e econômicos, no Brasil e no exterior, principalmente com posições vendidas em bolsa americana.

## ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

O mercado oscilou em função da perspectiva de melhora de resultados das empresas brasileiras, das incertezas vindas do cenário externo e do quadro político-eleitoral. Na resultante desses vetores, tivemos um mês de relativa estabilidade nas ações brasileiras (Ibovespa: +0,01%), a despeito da forte queda nas bolsas internacionais (S&P: -2,7%).

Apesar do resultado "lateral", os diferentes setores apresentaram performances muito díspares, em razão de dinâmicas próprias. Por exemplo, no grupo de cíclicos globais, as empresas de commodities metálicas (mineração e siderurgia) apresentaram fortes quedas, em função da queda nos preços do minério e do aço, enquanto o setor de Papel & Celulose teve grande valorização devido ao evento de fusão entre a Suzano e Fibria, que criou a maior empresa de celulose do mundo.

Da mesma forma, quando analisamos setores cíclicos locais, mais ligados à dinâmica econômica brasileira, observamos valorização nos setores de Varejo e Consumo, enquanto os setores de Educação e Saúde, tiveram fortes perdas no mês.

Nossos fundos de ações tiveram novo mês com bons resultados, superando seus respectivos benchmarks, beneficiados por nossa maior exposição a empresas cíclicas domésticas, como Varejo, Construção e Bancos. Tivemos contribuições positivas nesses setores, além de Papel & Celulose e Consumo.

No trimestre, os fundos apresentaram grande *outperformance* em relação aos seus benchmarks, o que os coloca entre os melhores dos seus respectivos *peer groups*.

Mantivemos a estrutura básica do portfólio, com baixo nível de caixa e maior exposição nos setores e empresas que terão seus resultados mais diretamente impactados pela retomada da atividade e pela queda nos juros. Também mantivemos posição importante no setor de Petróleo & Gás.

Os fundos Long Short tiveram um mês de performance positiva, marginalmente abaixo do CDI. O grande destaque positivo foi o resultado proveniente do setor de Serviços Financeiros, seguidos dos setores de Petróleo & Gás, Varejo e Consumo. As principais perdas vieram da posição no setor de Papel & Celulose e de valor relativo em Bancos. Mantivemos exposições bruta e líquida comprada ligeiramente abaixo da que vínhamos carregando em meses anteriores.

Mesmo após a valorização dos últimos meses, acreditamos que as ações brasileiras seguem apresentando bom potencial de continuidade desse movimento, dada a perspectiva de melhora de resultado das empresas. A recuperação econômica tem gerado crescimento de receita em muitas empresas, o que gera grande aumento de lucro operacional, dado que as margens já vinham aumentando em função dos ajustes e cortes de custos nas empresas, em anos anteriores.

Claro que o mercado deverá se mostrar mais incerto e volátil à medida que as eleições se aproximam. Nesse sentido, será cada vez mais importante gerenciar as posições e estar atentos às assimetrias na gestão do portfólio.

## ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM

Nossos fundos de arbitragem mantiveram a sequência de bons resultados observados nos últimos meses. O Legan Low Vol apresentou valorização de 0,62% (117% do CDI), enquanto o AZ Legan Termo se valorizou 0,57% (107% do CDI).

A estratégia de maior contribuição para o Legan Low Vol foi de Financiamento e Reversão, seguida pela estratégia de financiamento a Termo no mercado de Ações. Destacamos o resultado dos fundos nesse primeiro trimestre do ano, sendo beneficiado por um ambiente de maior liquidez e volatilidade.

## ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Diferentemente dos primeiros meses do ano, tivemos um março com alta atividade no mercado de emissões primárias. Ao longo do mês, houve aproximadamente vinte ofertas primárias. Participamos de sete bookbuildings e declinamos de pelo menos outros quatro por entender que os termos e condições dessas ofertas não estavam em linha com os parâmetros dos fundos (principalmente a taxa de emissão). Interessante mencionar que houve um perfil bem diversificado de emissores, pertencentes a diferentes setores da economia, alguns destes poucos frequentes no mercado de capitais, visto que obtinham linhas de crédito muito baratas via financiamento do BNDES.

Ainda não é possível dizer que isso se tornará uma tendência em nosso mercado, contudo é um exemplo prático dos efeitos das diretrizes econômicas adotadas no governo Temer. Como participantes do mercado de capitais saudamos esse efeito que nos beneficia em diversificação de empresas a serem investidas, como também celebramos o efeito positivo nas contas fiscais nacionais em não financiar a custos subsidiados empresas maduras, bem geridas e com capacidade e balanço para realizar esse tipo de operação no mercado financeiro e de capitais.

O mercado secundário manteve sua normalidade no mês e nós fomos moderadamente ativos em ambas as pontas. Realizamos operações tanto para melhorar o carregamento do fundo quanto para ajustes técnicos de enquadramentos. Tivemos também a oportunidade de acrescentar um nome novo na carteira de alguns fundos, mais especificamente na carteira de debêntures *hedgeadas*.

Para os fundos indexados ao CDI, destacamos a contribuição do resultado da carteira de debêntures em CDI e de debêntures hedge. As demais carteiras tiveram, para a maioria dos mandatos, uma performance acima das suas rentabilidades intrínsecas.

Em março, houve um fechamento do spread de crédito da maioria dos ativos atrelados ao CDI, sendo que para alguns deles houve fechamentos expressivos e que geraram um relevante resultado de ganho de capital no mês. Ainda que tenha ocorrido essa dinâmica o fundo continua com uma estrutura de carregamento adequada para esses portfólios, o que nos permite ter um bom equilíbrio entre adequada liquidez x risco x retorno do portfólio.

No último mês, houve também um forte fechamento nas curvas de juros (real e pré-fixada) e isso levou ganhos expressivos para aqueles fundos que possuem carteira de inflação livre. Ainda que o tamanho de risco incorrido seja baixo, a magnitude do fechamento acarretou num resultado expressivos para o nível de exposição. O fato gerador desse movimento da curva foi o corte de juros pelo BC, em conjunto com um comunicado (pós anúncio) que sinaliza a intenção de, pelo menos, um corte adicional na reunião de maio. Isso provocou um ajuste técnico nos vértices de maior inclinação da curva, principalmente naqueles de prazos intermediários.

A carteira de títulos hedgeados não apresentou ganhos relevantes no mês para a maioria dos fundos, visto que os spreads de crédito apresentaram poucas variações e, no agregado, tiveram um efeito de soma próxima a zero.

O fundo de debêntures incentivadas obteve uma rentabilidade acima da rentabilidade do seu benchmark (IMA-B5). Ao detalhar seu resultado observa-se que seu principal componente de ganho foi o de estar atrelado ao benchmark. Houve também um pequeno ganho proveniente da parcela de crédito quanto da alocação de risco em diferentes pontos da curva, contudo pequenos em relação do índice IMAB-5.

## RENTABILIDADES

	Fundos	Início	Rentabilidades		Comparação com Benchmark	
			mar/18	2018	mar/18	2018
Ações	<a href="#">AZ QUEST AÇÕES FIC FIA</a>	01-jun-05	1,29%	17,54%	1,3 p.p.	5,8 p.p.
	<a href="#">AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA</a>	30-dez-09	3,00%	14,17%	2,9 p.p.	10,1 p.p.
	<a href="#">AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA</a>	18-out-11	2,69%	19,06%	2,6 p.p.	7,8 p.p.
	<a href="#">AZ BRASIL FIA</a>	16-dez-11	0,62%	13,55%	0,6 p.p.	1,8 p.p.
Long Short	<a href="#">AZ QUEST EQUITY HEDGE FIM</a>	30-nov-07	0,46%	2,90%	87%	182%
	<a href="#">AZ QUEST TOTAL RETURN FIA</a>	23-jan-12	0,50%	4,37%	95%	275%
Macro	<a href="#">AZ QUEST YIELD FI RF LP</a>	20-set-12	0,74%	1,99%	140%	125%
	<a href="#">AZ QUEST MULTI FIC FIM</a>	13-set-13	0,79%	4,65%	148%	293%
	<a href="#">AZ QUEST MULTI 30 FIC FIM</a>	20-out-17	-	-	-	-
	<a href="#">AZ QUEST MULTI MAX</a>	24-fev-17	0,95%	6,00%	178%	377%
Crédito	<a href="#">AZ QUEST LUCE</a>	15-dez-15	0,55%	1,65%	103%	104%
	<a href="#">AZ QUEST ALTRO</a>	11-dez-15	0,69%	1,97%	130%	124%
	<a href="#">AZ QUEST VALORE</a>	28-abr-14	0,59%	1,73%	111%	109%
	<a href="#">AZQ DEBENTURES INCENTIVADAS</a>	06-set-16	1,63%	3,93%	0,0 p.p.	0,4 p.p.
Previdência	<a href="#">AZ QUEST PREV ICATU ARROJADO</a>	22-abr-15	0,89%	4,38%	167%	275%
	<a href="#">AZQ PREV ICATU CONSERVADOR</a>	09-set-16	0,59%	1,66%	110%	104%
Arbitragem	<a href="#">AZ QUEST LEGAN LOW VOL</a>	28-nov-08	0,62%	1,77%	117%	112%
	<a href="#">AZ QUEST TERMO</a>	03-ago-15	0,57%	1,67%	106%	105%
Impacto	<a href="#">AZ QUEST AZIMUT IMPACTO</a>	17-nov-16	0,56%	2,08%	106%	131%

Índices	mar/18	2018
CDI	0,53%	1,59%
IMA-B 5	1,62%	3,53%
Dólar (Ptax)	2,43%	0,48%
Ibovespa – Fech	0,01%	11,73%
IBX-100	0,08%	11,29%
Índice Small Caps	0,06%	4,04%

Os relatórios gerenciais com estatísticas de performance e risco estão disponíveis para *download* nos links acima.

As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ QUEST não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Nenhum fundo conta com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses.

Riscos gerais: em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com a administradora dos fundos da AZ Quest Investimentos Ltda. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250, ou acesse