

CARTA DO GESTOR – SETEMBRO 2018

CENÁRIO MACRO

Após mês de fortes perdas em agosto, consequência da apreensão com o quadro eleitoral e piora do humor dos investidores em relação aos países emergentes, os ativos de risco brasileiros voltaram a se valorizar em setembro.

O Dólar caiu mais de 2% contra o Real, os índices da bolsa se valorizaram mais de 4% e as curvas de juros nominal apresentou consistente movimento de queda, principalmente em seus vértices intermediários e longos.

Tudo isso em um período onde a *10Y Treasury* voltou a ser negociada acima de 3%, o FOMC confirmou nova alta na taxa básica e as pesquisas eleitorais confirmaram a dificuldade de crescimento de candidaturas claramente comprometidas com a agenda de reformas.

Mas então, o que levou o mercado de volta às compras? É claro que esse movimento de *risk on* global, que levou à valorização dos ativos de risco, especialmente de países emergentes, tem como base o sólido crescimento econômico global, que leva às empresas a reportarem resultados cada vez melhores e sustenta os preços das commodities em patamares elevados.

Porém, na nossa opinião, este mês, não podemos desconsiderar alguns fatores técnicos para explicar a forte alta dos ativos de países emergentes, incluindo o Brasil. Um mercado desalavancado, com grande quantidade de recursos para alocar, viu boas oportunidades de investimentos em ativos bastante depreciados após o *sell off* dos últimos meses, especialmente após alguns sinais de estabilização das crises na Turquia e Argentina, que viu seu risco soberano cair fortemente após o apoio financeiro do FMI e o anúncio das mudanças nos regimes monetário e cambial.

Seguimos acreditando que o crescimento global segue robusto, mas com ritmos distintos nas principais regiões econômicas. Enquanto o crescimento no Estados Unidos se mantém ritmo, dados recentes confirmam a desaceleração na Europa, especialmente na indústria, e a China avalia o resultado das últimas medidas expansionistas para a manutenção do seu ritmo de expansão.

A economia americana segue crescendo a taxa anual próxima de 4%, com contribuição positiva dos principais componentes do PIB, em um dos ciclos de crescimento mais longos da história, que vem sendo prolongado por uma série de estímulos fiscais e protecionistas promovidos pelo governo Trump.

Mesmo com o crescimento acelerado e próximo do pleno emprego, ainda não se observa pressões de preços ou salários que pudessem justificar uma mudança nos planos do FED para o processo gradual de normalização da sua política monetária. Entendemos que o FED se mostra mais aliviado do que preocupado com a inflação estar chegando próximo a 2% e que eventuais taxas de inflação acima da meta, desde que por períodos limitados, serão tolerados pelas autoridades monetárias do país.

Em decisão amplamente esperada pelo mercado, o FED elevou a taxa de juros básica para o intervalo entre 2,00%, e 2,25%, reafirmando em seu comunicado que a economia americana segue forte e que os ajustes na política monetária ocorrerão conforme a necessidade, dependendo do impacto de tal aquecimento da economia e da guerra comercial nos preços dos produtos e serviços.

No Brasil, o quadro tem sido marcado por um elevado nível de incerteza, principalmente em função do risco eleitoral, e relativa estabilidade do lado dos fundamentos macroeconômicos.

A atividade econômica em 2018 segue decepcionando, com o PIB projetado para o ano em 1,5%, muito em função de um mercado de trabalho muito fraco e reajustes nominais de

salários abaixo da inflação. Adicionalmente, o ritmo de expansão dos investimentos seguiu muito lento, refletindo a elevada incerteza com relação ao futuro.

De certo, apenas que a atividade abaixo do potencial mantém a ociosidade da economia bastante elevada e que a inflação segue controlada, abrindo espaço para que o Banco Central siga com a taxa de juros em nível estimulativo.

Acreditamos que a economia brasileira tem condições de acelerar em 2019 para taxas acima do atual consenso de mercado, impulsionada por uma recuperação do investimento e o hiato do produto permitiria que esta eventual aceleração poderia ocorrer sem exercer pressão sobre a inflação. Os riscos para a inflação nesse ambiente de normalidade econômica estariam atrelados a choques de oferta em alimentos e a eventuais pressões de preços administrados.

Por outro lado, o maior risco nesse cenário relativamente benigno segue sendo o quadro fiscal e a dinâmica de endividamento público. E é nesse sentido que o resultado eleitoral e, principalmente, o grau de compromisso do futuro governo com a agenda de reformas, se tornam tão importantes.

Longe de ser uma novidade, o resultado do pleito terá um grande impacto no cenário econômico e para o valor dos ativos financeiros, dado que o avanço agenda de reformas fiscais segue como condição necessária para a vigência de um cenário de recuperação da atividade econômica e inflação sob controle.

Esta carta foi finalizada após o resultado do primeiro turno da eleição, que confirmou que Jair Bolsonaro e Fernando Haddad seguem na disputa pela presidência. Ainda que o candidato do PSL parta de uma vantagem considerável em relação ao do PT (46% contra 29% dos votos válidos), não é possível afirmar ainda que a disputa esteja definida. A alta rejeição de ambos os candidatos e projetos antagônicos, em muitos sentidos, sugerem um segundo turno bastante belicoso e de resultado incerto, mas com favoritismo inicial para o candidato Bolsonaro.

Vale a pena também citar o resultado da eleição para o Congresso que, ao contrário da previsão dos analistas, apresentou uma grande renovação de nomes e mudança na força partidária, tanto na Câmara, quanto no Senado. De um modo geral, partidos tradicionais perderam espaço, sobretudo para o PSL, partido do candidato Bolsonaro.

Obviamente, é preciso aguardar o resultado final das eleições para presidência e para governadores de estados importantes como SP, MG, RJ e RS para avaliar, de forma mais acurada, o novo quadro político. Porém, fica claro que essa nova composição congressional será fator decisivo na capacidade do futuro governo, seja ele qual for, de aprovar reformas constitucionais, tão importantes para a manutenção da estabilidade e da retomada do crescimento econômico.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Já mencionávamos em nossa carta de junho, que a perspectiva do terceiro trimestre para o mercado de ações era de um ambiente bastante incerto e volátil, frente as dúvidas do quadro eleitoral e da dinâmica internacional.

E que, diante da premissa de sempre zelarmos pela preservação de capital dos nossos clientes, esse quadro exigiria de nós uma postura mais cautelosa no gerenciamento de risco. Cautela que, no caso dos fundos de renda variável se deu através da gestão mais ativa das posições e da exposição líquida dos fundos, além da estratégia de manter um portfólio balanceado entre setores mais ligados às commodities e à dinâmica internacional, enquanto outra parcela era investida em empresas locais cujos resultados deverão ser menos impactos pelo desempenho futuro da economia brasileira.

Conforme esperado, o mercado de ações se mostrou bastante volátil, com períodos de altas e quedas, muito em função dos resultados das pesquisas eleitorais. Como até o momento da confecção dessa carta, as dúvidas em relação ao resultado final da eleição – principal fonte de risco do mercado – ainda se mantêm elevadas, e os ativos de risco ainda não demonstram uma direção definida, nosso objetivo central de evitar grandes perdas nesse ambiente incerto foi atingido.

No entanto, uma pequena parte do resultado positivo apresentado no primeiro semestre e em julho, foi revertida nos últimos dois meses, consequência da estratégia defensiva adotada. Ao final do trimestre, nossos fundos apresentaram resultado pouco abaixo dos seus benchmarks, mas com risco controlados e *drawdowns* bastante limitados.

Em setembro, o Ibovespa recuperou parte das perdas de agosto, mais uma vez com destaque para os setores de Materiais Básicos, que vem sustentando os índices da bolsa brasileira ao longo de todo o ano. Do lado negativo, setores mais ligados à dinâmica de crescimento de renda e crédito, como Consumo e Construção, voltaram a puxar a bolsa para baixo.

Nossos fundos de ações tiveram mês com resultados absolutos e relativos diversos, dependendo do mandato e de seus benchmarks. O AZ Quest Ações (+3,0%) foi destaque positivo entre os fundos de ações, já que mantém uma maior exposição aos setores de commodities, abaixo, porém, do Ibovespa (+3,5%).

As maiores contribuições vieram dos setores de Mineração, Petróleo e Bancos, enquanto que os setores de Bens de Capital e Transporte foram responsáveis pelas maiores perdas. Mantivemos nossa estratégia defensiva, com menor utilização de risco e de balanceamento dos portfólios, com parte das carteiras comprada em setores.

Por outro lado, o AZ Quest Small Mid Caps (-0,59%), foi o destaque de performance relativa, em relação ao seu benchmark (SMLL), que apresentou baixa de 2,0%, impactado pelos setores diretamente ligados à economia brasileira.

Os fundos Long Short apresentaram resultado positivo, mas inferior ao CDI. O grande destaque positivo veio da posição comprada no setor de Varejo. Obtivemos perdas marginais com as posições vendidas nos setores de Telecom, Shoppings e Educação. Seguimos bastante ativos na gestão da exposição líquida do fundo, atentos às assimetrias em função do cenário político-econômico.

ESTRATÉGIA MACRO

Temos mencionado em nossas últimas cartas que a incerteza gerada pelo quadro político brasileiro nos levou a manter uma postura cautelosa e de redução da exposição no mercado local, compensada por um aumento relativo da utilização de risco em posições em mercados internacionais. Da mesma forma, o foco na preservação de capital nos levou a uma constante utilização de hedges e aumento no giro dos portfólios.

Boa parte do resultado dos nossos fundos nesse trimestre, pode ser explicada por essa estratégia adotada nos últimos meses.

Se houve um tema de investimento nos fundos Macro, este tem sido que os Estados Unidos seguirão puxando o crescimento global, em detrimento de uma redução no ritmo das outras grandes economias, China e Europa, sem que se observe, no entanto, pressões inflacionárias na economia americana.

Temos explorado esse tema através de uma posição de valor relativo comprada em S&P contra duas cestas ligadas a essas regiões, que incluem ativos de bolsa, moedas e commodities. Também temos mantido uma constante exposição de *flattening* na curva de juros americana, acreditando no gradualismo no ciclo de alta e em um nível de juros terminal mais baixo.

No Brasil, acreditamos que, em um ambiente de núcleos de inflação contidos e expectativas ancoradas, eventuais choques de preços não devem se traduzir em aperto monetário. Daí nossa visão de que há espaço para manutenção da taxa Selic nos próximos trimestres.

Importante ressaltar que a ancoragem das expectativas depende de um quadro fiscal sólido, que exigiria o cumprimento de uma política fiscal responsável, que sinalize algum tipo de sustentabilidade da dívida pública.

Essa expectativa de estabilidade nos juros pode ser alterada rapidamente, dependendo do impacto nas expectativas de inflação vindo de uma eventual desvalorização adicional no câmbio, principalmente no caso de um cenário alternativo, onde o governo se negue ou não tenha condições políticas de conduzir a agenda de reformas.

No entanto, entendemos que qualquer que seja o governo, este terá dificuldade de manter uma política fiscal muito expansionista, dada a dificuldade política de sustentar tal decisão. Quaisquer tentativas de burlar o conjunto atual de regras fiscais, por exemplo para reverter o Teto de Gastos, seriam rapidamente identificadas pelos analistas e imprensa, e dificilmente o Governo teria maioria no Congresso para avançar nessa agenda negativa.

Apesar do nosso cenário base indicar a manutenção da Selic e, nesse caso, o prêmio de risco existente na curva justificar posições aplicadas nessa parte inicial da curva, temos mantido posição bastante reduzida no mercado de juros, utilizando estruturas de opções, já que a volatilidade no mercado de juros tem se mantido elevada, função do risco eleitoral.

No mercado de renda variável, temos carregado uma posição marginalmente vendida em bolsa brasileira, parcialmente compensada pela exposição comprada no livro de *long short*.

Também tem sido constante a utilização de hedges contra os riscos no Brasil e no exterior, principalmente com compra de volatilidade de dólar e posições vendidas em bolsa americana, quando os custos dessas proteções justificam a montagem dessas posições.

Em setembro nossos fundos multiestratégia apresentaram resultado ligeiramente negativo, com perdas marginais na maioria dos books e pequena contribuições positivas vindas das posições de juros no Brasil e internacional.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Apesar de uma boa quantidade de *bookbuildings*, o último mês apresentou um pipeline ruim de anúncios de novas emissões primárias, com o mercado em compasso de espera das eleições. As leituras dos bancos de investimentos sobre novas operações continuam fortes e vimos também algumas operações de *private placement* acontecendo em paralelo. Ainda observamos um mercado claramente tomador de ativos e essa interrupção do *pipeline* pode ser entendida mais por falta de ativos prontos, já que é necessário um tempo de estruturação e formalização, para estes possam vir a mercado.

O mercado secundário tem mantido a sua normalidade e temos sido bastante atuantes, em ambas as pontas, mas com volume significativamente maior na compra. Para os títulos *hedged* continuamos a realizar a troca do carregamento, vendendo ativos que já estavam precificados corretamente e substituindo por outros com maior spread de crédito. A demanda por esses ativos incentivados continua forte, em dinâmica semelhante aos meses anteriores.

Este mês, os fundos indexados ao CDI apresentaram performance em linha com seus objetivos, com destaque para a contribuição da carteira de FIDC e de debêntures em CDI, enquanto a carteira de LFSN foi responsável por uma pequena detração do resultado.

Enquanto a curva de juros reais apresentou um forte aumento da sua inclinação, com fechamento de taxas na parte curta e abertura nos vértices mais longos, a curva Pré apresentou de *Bull flattening*. Isso decorreu tanto por uma melhoria no cenário externo (fortalecimento dos mercados emergentes), quanto de uma percepção de cenário mais benigno no resultado das eleições brasileiras. Como entramos no mês com baixo risco de mercado para os fundos, aproveitamos a volatilidade dos preços para realizar ganhos nas carteiras de títulos *hedged* dos fundos.

O fundo de debêntures incentivadas obteve uma rentabilidade superior à do benchmark (indexado ao IPCA – IMA-B5), e acima do CDI. Apesar de ter se beneficiado do movimento de queda nos vértices mais curtos da curva de juros reais, nossa posição ligeiramente mais curta que seu benchmark gerou perda de alpha pelo Efeito Curva, compensando ganho positivo do mês anterior. Novamente o fundo apresentou ganho relevante devido ao Efeito Crédito, principalmente através das trocas realizadas de ativos com carregamento mais baixo por outros de maior carregamento.

ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM E IMPACTO

O AZ Quest Legan Low Vol apresentou valorização de 0,46% (97% do CDI), pouco abaixo do seu objetivo de rentabilidade de longo prazo, por conta de perdas marginais com operações de Cash & Carry. O AZ Quest Legan Termo, se valorizou 0,53% (114% do CDI), voltando a apresentar resultado acima do seu objetivo de longo prazo.

O AZ Quest Azimut Impacto fechou o mês, com valorização de 0,30%, impactado pelo resultado do AZ Quest Multi. No ano o fundo, o fundo acumula resultado de 97% CDI, pouco abaixo do com seu objetivo de longo prazo.

RENTABILIDADES


	Fundos	Início	Rentabilidades		Comparação com Benchmark	
			set/18	2018	set/18	2018
Ações	AZ QUEST AÇÕES FIC FIA	01-jun-05	3,09%	10,68%	-0,4 p.p.	6,8 p.p.
	AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA	30-dez-09	-0,59%	0,12%	1,4 p.p.	10,4 p.p.
	AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA	18-out-11	0,90%	11,16%	-2,3 p.p.	8,0 p.p.
	AZ BRASIL FIA	16-dez-11	3,23%	8,76%	-0,2 p.p.	4,9 p.p.
Long Short	AZ QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-nov-07	0,31%	6,28%	66%	130%
	AZ QUEST TOTAL RETURN FIM	23-jan-12	0,18%	8,22%	39%	171%
Macro	AZ QUEST YIELD FI RF LP	20-set-12	-0,22%	5,93%	-48%	123%
	AZ QUEST MULTI FIC FIM	13-set-13	-0,24%	5,83%	-52%	121%
	AZ QUEST MULTI 15 FIC FIM	20-out-17	-0,38%	7,64%	-82%	159%
	AZ QUEST MULTI MAX	24-fev-17	0,38%	3,48%	81%	72%
Crédito	AZ QUEST LUCE	15-dez-15	0,47%	5,01%	101%	104%
	AZ QUEST ALTRO	11-dez-15	0,54%	5,58%	116%	116%
	AZ QUEST VALORE	28-abr-14	0,48%	5,02%	102%	104%
	AZQ DEBENTURES INCENTIVADAS	06-set-16	0,98%	6,91%	0,1 p.p.	1,9 p.p.
Previdência	AZ QUEST ICATU MULTI PREV	22-abr-15	0,44%	4,95%	94%	103%
	AZQ PREV ICATU CONSERVADOR	09-set-16	0,61%	7,03%	131%	146%
Arbitragem	AZ QUEST LEGAN LOW VOL	28-nov-08	0,46%	5,04%	97%	105%
	AZ QUEST TERMO	03-ago-15	0,53%	5,24%	114%	109%
Impacto	AZ QUEST AZIMUT IMPACTO	17-nov-16	0,30%	4,66%	65%	97%

Índices	set/18	2018
CDI	0,47%	4,81%
IMA-B 5	0,89%	4,98%
Dólar (Ptax)	-3,18%	21,04%
Ibovespa – Fech	3,48%	3,85%
IBX-100	3,23%	3,15%
Índice Small Caps	-1,97%	-10,24%

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 www.azquest.com.br.

 Prospecto de acordo com Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.