

CARTA DO GESTOR – JUNHO 2018

CENÁRIO MACRO

Já vínhamos comentando em cartas anteriores que o longo período de relativa estabilidade nos preços dos ativos de risco, observado nos primeiros meses do ano, de certa forma não refletia o constante processo de deterioração das condições econômicas e políticas, no Brasil e no mundo.

O forte movimento de *sell off*, deflagrado pelo anúncio do Copom em manter a Selic estável na reunião de maio, pode ser compreendido como um ajuste nos preços dos ativos para essa nova realidade:

- 1) condições monetárias globais marginalmente mais apertadas, com a curva de juros americanos precipitando um ciclo de altas mais próximas ao sinalizado pelo FED e com a Treasury 10Y ao redor de 2,9% a.a.
- 2) forte redução nas expectativas de crescimento no Brasil, com óbvio impacto nos índices de confiança, nas projeções de lucros e de resultado fiscal e na sensação de bem-estar da população.
- 3) maior incerteza com relação à vitória de um candidato comprometido e com condições políticas de seguir com a agenda de reformas, tão fundamental para a manutenção do crescimento sustentado no Brasil.

Se houve um fator determinante no bom resultado dos nossos fundos nesse trimestre foi termos antecipado esse processo de deterioração dos fundamentos, que nos levou a adotar uma postura mais tática e reduzir o risco de nossas carteiras antes desse *sell off*, evitando "*drawdowns*" pronunciados em nossos fundos e permitindo aumentar posição em um momento mais oportuno.

Tal quadro de grande volatilidade nos mercados se manteve até as primeiras semanas de junho, com o mercado procurando um novo preço justo para os ativos e, como sempre ocorre nesses períodos, cometendo alguns exageros nessa avaliação, o que gera boas oportunidades.

Por isso, ainda que o quadro geral acima não tenha se revertido (apesar de certo alívio no ambiente internacional), os ativos voltaram a se valorizar a partir do meio do mês, corrigindo esses exageros.

No âmbito externo, o trimestre foi marcado por decepções com os dados de crescimento econômico na Zona do Euro, frustrando expectativas mais otimistas com a atividade. Em alguma medida, essas qualificações também podem ser feitas para a economia japonesa, resultando na manutenção de postura acomodatória tanto do ECB quanto do BoJ.

Na China, o ritmo de expansão seguiu em linha com o esperado, em meio ao aumento da tensão com os EUA no que tange ao setor externo. Vale ressaltar que o governo chinês apresentou algumas medidas expansionistas, como redução de tributos e redução dos compulsórios.

Já a economia norte-americana seguiu se diferenciando das demais, ao apresentar taxa de crescimento robusto. O nível de crescimento corrente, mais do que suficiente para reduzir a ociosidade do mercado de trabalho, é o principal fator para a continuidade do ciclo gradual de aumento de juros nos EUA. A inflação ao consumidor bem-comportada também sugere que o risco de aceleração das altas de juros segue contido. Nesse

contexto, o dólar apresentou valorização contra a maioria das outras moedas, notadamente.

No Brasil, a perspectiva para o crescimento econômico apresentou piora ao longo do segundo trimestre. A falta de dinamismo no mercado de trabalho, com crescimento baixo dos salários e fraca criação de vagas, limitou o ritmo de expansão do consumo das famílias.

Esse quadro poderia ser compensado pelas concessões de crédito, que, no entanto, têm apresentado crescimento aquém do necessário para isso. O ambiente de maior incerteza, que se intensificou com a depreciação cambial e a crise dos caminhoneiros, resultou em aperto das condições financeiras que também deve impactar negativamente o PIB em 2018.

Em meio à fraca atividade econômica, as medidas de inflação subjacente seguiram com comportamento abaixo do esperado até a metade do trimestre, reforçando um cenário benigno para os preços ao consumidor. Ao mesmo tempo, a depreciação cambial contribuiu para um aumento da inflação dos combustíveis e a consequente crise dos caminhoneiros, que interrompeu o fluxo de mercadorias no país ao final de maio. Com os problemas de oferta, principalmente no setor de alimentos, os índices de preços captaram alta expressiva da inflação ao consumidor entre o final de maio e junho.

A rápida depreciação da taxa de câmbio foi o principal fator considerado na decisão do Banco Central em manter a taxa Selic inalterada em 6,5% na reunião de maio, ao reduzir o risco de que a inflação ficasse significativamente abaixo da meta no horizonte relevante. A perda de valor do real seguiu em curso após essa decisão, em um ambiente externo que, como descrito, se tornou mais negativo para as economias emergentes. Reuniões extraordinárias de política monetária ocorreram na Turquia e Argentina, com aumentos expressivos das taxas de juros, levando a discussão se o Brasil seria o próximo país a adotar tal medida.

Dadas as expectativas de inflação ancoradas, as medidas de núcleo de inflação ainda em patamares baixos e a recuperação mais fraca da atividade econômica, julgávamos que o Banco Central manteria a taxa Selic inalterada na reunião de junho, cenário que acabou por se confirmar. Em nossa visão, o cenário base para a taxa básica de juros segue sendo de estabilidade nos próximos meses, salvo a materialização de uma desvalorização cambial muito mais pronunciada, que seja capaz de desancorar as expectativas de inflação, como ocorrido em 2002.

No cenário político, alguns pré-candidatos se retiraram da corrida presidencial ao longo do último trimestre, como o atual presidente Michel Temer e o ex-ministro do STF Joaquim Barbosa. No entanto, o quadro segue bastante incerto com a manutenção de diversas pré-candidaturas em todos os espectros políticos. A definição de coligações e das candidaturas definitivas somente ocorrerá entre o final de julho e o começo de agosto. Até lá, o mais provável é que as pesquisas eleitorais sigam sem movimentações relevantes, com um alto nível de eleitores ainda indecisos. Esse contingente do eleitorado somente deve se decidir com o início da campanha eleitoral em rádio e TV.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Conforme detalhado anteriormente, observamos, em junho, um período de acomodação e de recuperação dos preços dos ativos de risco. No mercado de renda variável não foi diferente.

O mercado se mostrou bastante volátil e com dois períodos bem distintos. Os primeiros pregões seguiram a tendência de forte queda observada em maio. Porém, o mercado passou a se recuperar, a partir da segunda semana do mês, estimulado pela queda nas taxas de juros americanas e pela disposição dos investidores de capturar distorções no *valuation* de

alguns ativos, duramente descontados durante o período de *sell off* anterior. O Ibovespa, que chegou a cair 10% no período, fechou o mês em baixa de 5,20%

Nossos fundos de ações tiveram novo mês com bons resultados, superando seus respectivos benchmarks. As maiores contribuições vieram dos setores de Varejo e Papel & Celulose, enquanto que os setores de Bancos e Mineração foram responsáveis pelas maiores perdas. Vale ainda destacar os ganhos relativos com nossa posição *underweight* no setor de Petróleo & gás, frente à forte queda nas ações de Petrobrás. O fundo AZ Quest Small Caps foi destaque de performance, beneficiado por uma maior exposição em uma empresa do setor elétrico, que passou por um evento de corporativo.

Aproveitamos o *sell off* para efetuar algumas mudanças na estrutura básica do portfólio, destacadamente, aumentar a exposição líquida das carteiras através do aumento das posições no setor bancário. Também reduzimos a exposição no setor de Mineração,

Os fundos seguem apresentando grande *outperformance* em relação aos seus benchmarks, e se mantendo entre os melhores dos seus respectivos *peer groups*.

Vale ainda destacar a baixa correlação dos fundos com seus pares, decorrência de um processo de investimento que combina profunda análise fundamentalista para identificar as melhores empresas, com a nossa expertise em análise macroeconômica.

Os fundos Long Short tiveram resultado em linha com o CDI no mês, mas apresentaram forte valorização no trimestre. O AZ Quest Total Return segue sendo destaque, fechando o semestre com performance de 6,88% (216% CDI).

Já comentávamos, em cartas anteriores, que o ambiente de volatilidade e distorção nos preços dos ativos é muito favorável para a estratégia de valor relativo de ações utilizado nesses produtos.

O grande destaque positivo foi o resultado proveniente do da posição comprada em Bancos e seguido das posições vendidas nos setores Elétrico, de Educação e de Bens de Consumo. A principal perda veio da exposição comprada no setor de Serviços Financeiros. Também aproveitamos para aumentar ligeiramente a exposição líquida comprada, principalmente através da compra de ações no setor bancário.

Seguimos convictos que o mercado seguirá e volátil, de olho no quadro eleitoral e na dinâmica internacional e, desta forma, a gestão ativa das posições será uma estratégia cada vez mais importante.

ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM E IMPACTO

O AZ Quest Legan Low Vol apresentou valorização de 0,65% (125% do CDI), acima do seu objetivo de rentabilidade de longo prazo, assim como o AZ Quest Legan Termo, que se valorizou 0,58% (112% 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 semestre do ano, sendo beneficiado por um ambiente de maior liquidez e volatilidade.

O AZ Quest Azimut Impacto fechou o mês, com valorização de 0,63% (121% CDI), com bons resultados advindos do AZ Quest Multi e AZ Quest legan Low Vol. No ano o fundo, o fundo acumula resultado de 105% CDI, em linha com seu objetivo de longo prazo.

ESTRATÉGIA MACRO

Nossos fundos apresentaram performance positiva no mês, fechando o semestre com resultados acima dos seus objetivos de retorno de longo prazo. Em junho, o AZ Quest Multi teve retorno de 1,25% (242% CDI), enquanto o AZ Quest Multi Max se valorizou 1,44% (277% CDI). A principal fonte de contribuição positiva veio das posições de moedas, em especial na

compra de dólar contra real, bem como na posição tomada na curva de juros americanos. As maiores perdas vieram do mercado de juros locais.

Na nossa última carta, citávamos o fato de termos evitado *drawdowns* pronunciados, mesmo em um período de alta volatilidade, consequência um portfólio balanceado e de uma estratégia de gestão ativa na utilização de risco nesse período. Agora, queremos destacar outra característica de fundamental importância para o resultado dos fundos: a diversificação na atribuição do seu resultado, especialmente quando observados períodos mais longos.

Como exemplo, AZ Quest Multi, nosso fundo multimercado mais antigo e líquido, fechou o primeiro semestre de 2018 com performance de 5,49% (173% CDI). Analisando a atribuição do seu resultado (em excesso ao CDI, acumulado em 3,18% no ano), observamos que a maior contribuição veio do mercado de Renda Variável (+2,7%), que inclui ganhos com a posição direcional e de valor relativo. No entanto, também destacamos os resultados positivos nos mercados de moedas (+0,7%), cupom cambial (+0,3%) e com as posições feitas no mercado internacional (+0,8%). Nossas posições defensivas foram eficazes e agregaram performance (+0,6%), e a posição de juros contribuiu positivamente, mas pouco abaixo (-1,1%) do acumulado do CDI no ano.

Olhando para o resultado do AZ Quest Multi em anos anteriores, diversificação também ocorreu, ainda que as estratégias de juros e bolsa tenham se destacado, em função do grande movimento de fechamento da curva de juros e valorização das ações brasileiras.

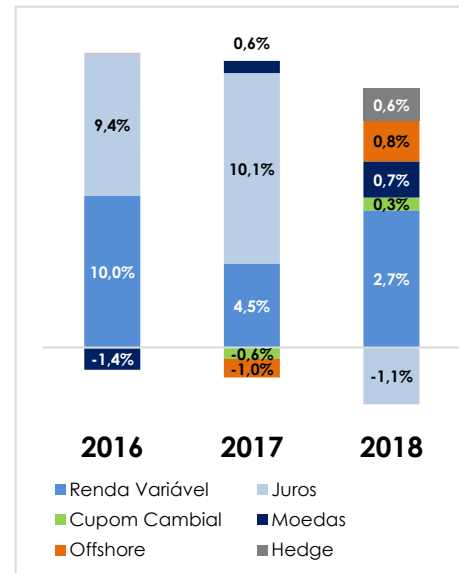
Esse resultado é fruto de um processo investimento que agrega expertises complementares e que busca, através da profunda análise das condições econômicas e da decisão consensual dos gestores, alocar o capital de forma mais eficiente possível, nos mais diferentes ativos, sempre do ponto de vista do nosso cotista investidor.

Após o forte movimento de abertura na curva de juros nominais, voltamos a montar posição aplicada nos vértices curtos da curva de DI, que agora oferece prêmios, mesmo considerando o início de ciclo de alta nos juros, ainda esse ano. Também seguimos comprados, ainda que em posição reduzida em NTN-B's de prazos intermediários.

Temos mantido menor utilização de risco no mercado de renda variável, seja através de uma pequena posição comprada em bolsa, ou através de uma menor exposição bruta na estratégia de valor relativo. No mercado de câmbio mantivemos a posição tomada em Cupom Cambial e comprada em dólar contra o real.

Acreditamos que os Estados Unidos seguirão liderando o crescimento global e que o FED seguirá com o processo de normalização monetária de forma gradual. Por isso, mantivemos nossa posição de *flattening* na curva de *Treasuries* e abrimos uma posição de valor relativo comprada em bolsa americana contra bolsas europeias.

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 compra de volatilidade de dólar e posições vendidas em bolsa americana.



Atribuição de performance em excesso ao CDI.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Para os fundos indexados ao CDI destacamos a contribuição do resultado da carteira de FIDC e de debêntures hedgeadas, nos fundos que possuem essa estratégia. Para os ativos em CDI tivemos um baixo ganho de capital, resultante de um comportamento misto dos spreads de crédito e sem destaque para qualquer ativo individualmente. A carteira de FIDC continua apresentando um altíssimo carregamento pois alguns ativos são indexados ao IPCA e tivemos um período de alta inflação que reflete quase instantaneamente nesses ativos. Para a carteira de LFSN (Letras Financeiras Subordinadas Novas), alguns fundos tiveram perda na remarcação de um nome, porém nada que reflita deterioração no crédito ou que nos chame a atenção além da dinâmica de trading do ativo.

Em junho as curvas de juros (real e pré-fixada) apresentaram novamente uma abertura, em conjunto com um *flattening* da parte média-longa da curva. Novamente tivemos que ajustar descasamentos no hedge, em conjunto com um trading mais ativo para se aproveitar da volatilidade e realizar ganho na venda de alguns papéis e esta estratégia apresentou um bom resultado para todos os fundos.

O fundo de debêntures incentivadas obteve uma rentabilidade superior à do benchmark (indexado ao IPCA – IMA-B5), contudo ainda um pouco abaixo do CDI. Importante informar que o fundo realizou o hedge de alguns ativos proveniente de ofertas primárias que ainda não foram liquidados. Dessa forma o hedge ficou descasado e isso gerou uma parcela relevante do resultado negativo do Efeito Curva. Mês caracterizado por um número de emissões no mercado primário adequado, mas ainda com uma parcela importante delas vindo a mercado com baixas taxas de emissão em nossa opinião, principalmente quando consideramos o cenário atual de stress de mercado que já entra no seu segundo mês. Apesar dessa observação há também empresas que estão vindo com um preço correto e até ajustado ao cenário atual. À essas emissões temos direcionado nossa atenção e investimento.

O mercado secundário mantém a sua normalidade e em nossa percepção até mais ativo nos papéis incentivados. Percebemos um forte reposicionamento dos participantes que estão dispostos a carregar esses ativos e isso tem gerado uma boa possibilidade de trocar alguns papéis de nossa carteira com aumento de carregamento em algumas posições e destravar ganho na venda de alguns outros ativos em determinados fundos.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente 19 ofertas primárias. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação de todos os fundos cujo processo ocorreria ainda em junho, acabamos participando de três bookbuildings; declinamos de pelo menos outros seis, por entender que os termos e as condições dessas ofertas não estavam em linha com os parâmetros dos fundos (principalmente a taxa de emissão). Houve ainda a liquidação de quatro outros ativos cujos bookbuildings ocorreram tanto em maio quanto junho.

RENTABILIDADES

	Fundos	Início	Rentabilidades		Comparação com Benchmark	
			Jun/18	2018	Jun/18	2018
Ações	AZ QUEST AÇÕES FIC FIA	01-jun-05	-4,35%	4,71%	0,8 p.p.	9,5 p.p.
	AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA	30-dez-09	-2,60%	3,61%	1,0 p.p.	12,6 p.p.
	AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA	18-out-11	-1,30%	12,44%	3,9 p.p.	17,7 p.p.
	AZ BRASIL FIA	16-dez-11	-4,37%	-0,53%	0,8 p.p.	4,2 p.p.
Long Short	AZ QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-nov-07	0,51%	4,93%	97,61%	155,32%
	AZ QUEST TOTAL RETURN FIM	23-jan-12	0,51%	6,88%	99,09%	216,56%
Macro	AZ QUEST YIELD FI RF LP	20-set-12	0,04%	2,14%	6,96%	67,38%
	AZ QUEST MULTI FIC FIM	13-set-13	1,25%	5,49%	242,48%	172,92%
	AZ QUEST MULTI 30 FIC FIM	20-out-17	1,21%	5,44%	234,13%	171,41%
	AZ QUEST MULTI MAX	24-fev-17	1,44%	7,56%	277,58%	238,14%
Crédito	AZ QUEST LUCE	15-dez-15	0,53%	3,32%	102,73%	104,54%
	AZ QUEST ALTRO	11-dez-15	0,56%	3,69%	109,07%	116,25%
	AZ QUEST VALORE	28-abr-14	0,53%	3,31%	102,31%	104,20%
	AZQ DEBENTURES INCENTIVADAS	06-set-16	0,44%	3,83%	0,0 p.p.	1,0 p.p.
Previdência	AZ QUEST ICATU MULTI PREV	22-abr-15	0,85%	5,41%	165,10%	170,29%
	AZQ PREV ICATU CONSERVADOR	09-set-16	0,53%	3,29%	102,28%	103,74%
Arbitragem	AZ QUEST LEGAN LOW VOL	28-nov-08	0,65%	3,36%	124,94%	105,92%
	AZ QUEST TERMO	03-ago-15	0,58%	3,42%	112,96%	107,54%
Impacto	AZ QUEST AZIMUT IMPACTO	17-nov-16	0,63%	3,34%	121,37%	105,04%

Índices	Jun/18	2018
CDI	0,52%	3,18%
IMA-B 5	0,45%	2,81%
Dólar (Ptax)	3,18%	16,56%
Ibovespa – Fech	-5,20%	-4,76%
IBX-100	-5,20%	-5,23%
Índice Small Caps	-3,64%	-8,98%

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.