

CARTA DO GESTOR – SETEMBRO 2017

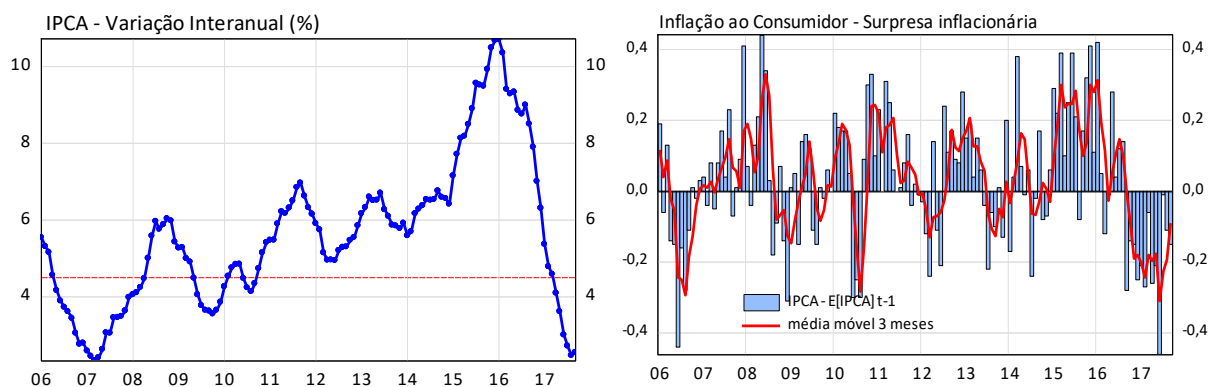
CENÁRIO MACRO

Se houve um tema recorrente em nossos comitês de investimentos nos últimos meses, esse foi o surpreendente processo de desinflação no Brasil e os impactos desse movimento nos diferentes mercados.

A perspectiva de que os preços se manterão controlados nos próximos anos abriu espaço para o que o BCB mantivesse o forte ciclo de corte de juros. E foi o cenário de manutenção dos juros em níveis historicamente baixos, por um período mais longo, que levou ao forte movimento de fechamento das curvas de juros no Brasil, que por sua vez tem gerado interesse dos investidores pelas ações brasileiras, diante da perspectiva de melhora nos resultados das empresas.

Voltaremos a comentar esses impactos nos diferentes mercados, ao longo dessa carta.

Mês após mês, observamos os diferentes grupos de preços surpreendendo para baixo, com destaque para a forte queda na inflação de alimentos. Porém, dessa vez, até mesmo a inflação de serviços, antigamente um fator de pressão dos índices compostos, cedeu de maneira consistente, consequência da profunda recessão dos últimos anos e da “reancoragem” das expectativas.



Se é verdade que a queda da inflação foi fator preponderante para a valorização dos ativos brasileiros nos últimos meses, as questões que se colocam à mesa, nesse momento, são:

- i) Qual o impacto nos preços, caso a atividade econômica se recupere de maneira mais rápida que as atuais projeções?
- ii) Quais as eventuais fontes de pressão inflacionária?
- iii) Como os ativos financeiros reagirão, caso o Banco Central tenha que agir para conter a alta nos preços

Olhando para o curto/médio prazos, não deveremos observar fontes de pressão de demanda nos índices de inflação, principalmente em função do hiato do produto criado pela recessão. Os três anos de depressão geraram grande capacidade ociosa nos diversos fatores de produção (mercado de trabalho, infraestrutura, capital fixo), o que

permitirá o país crescer acima do seu PIB potencial, sem pressões inflacionárias, até que esse espaço seja consumido (a nosso entender, a ocorrer apenas durante 2019).

Após esse período, será necessário gerar ganhos de produtividade, para que o país possa crescer em um ritmo mais acelerado, sem que apareçam pressões inflacionárias. O Brasil segue tendo um ambiente muito pouco favorável ao empreendedorismo e ao crescimento econômico, com amplo espaço para avanço.

Nesse sentido, é fundamental acompanhar a dinâmica de aprovação de reformas microeconômicas e de desestatização, que visam criar um ambiente de negócios mais eficiente e aberto, que, por sua vez, levará a uma melhor formação de preços no país.

Exemplo claro é a Reforma Trabalhista, que entrará em vigência ainda esse ano, e que reduzirá os custos de contratação da mão de obra, fator extremamente relevante na definição dos preços de produtos e serviços.

Dependendo dos próximos acontecimentos, poderemos passar a conviver com taxas de inflação estruturalmente mais baixas no Brasil, mesmo com uma aceleração da atividade econômica. É essa perspectiva que leva o mercado a projetar taxas de juros mais baixas, mesmo para prazos mais longos, conforme observado nos últimos relatórios Focus.

Apesar do Focus projetar taxas mais baixas no longo prazo, os vértices mais longos das curvas de juros nominal e real ainda não precificam esse cenário. As curvas se mostram bastante inclinadas, o que indica que o prêmio de risco cobrado pelos investidores segue elevado, em função dos riscos que podem comprometer esse cenário benigno.

Olhando para o ambiente doméstico, o fator de risco que certamente demanda maior atenção é a questão fiscal. Ainda que a PEC 241, aprovada em 2016, seja uma peça importante para a estabilização do gasto público e que o Governo esteja trabalhando em medidas importantes para redução das despesas (reorganização da carreira do funcionalismo, programa de demissão voluntária, entre outras), a Reforma da Previdência é um fator essencial para a estabilização das contas públicas.

A frustração com o adiamento da votação da proposta, prevista para junho, foi parcialmente compensada pela surpresa da redução da inflação e da melhora na arrecadação, ainda que pontual, em função da melhor expectativa para o crescimento. De certa forma, o mercado parece entender que a reforma é inevitável e que, mesmo que as condições políticas impeçam sua aprovação ainda nesse Governo, o próximo tratará de utilizar seu capital político de início do mandato para aprová-la. A incipiente retomada da atividade nos daria tempo para aguardar até 2019, sem que a situação fiscal se torne "inadministrável". Entendemos que essa seja uma premissa no mínimo perigosa, já que a incerteza sobre o quadro eleitoral e a dificuldade política de se discutir esse tema durante a campanha, podem levar o novo Governo a querer, mais uma vez, postergar essa questão. Nesse caso, a questão fiscal voltaria a aumentar a desconfiança dos agentes, que levaria a nova desvalorização da moeda e piora do quadro inflacionário.

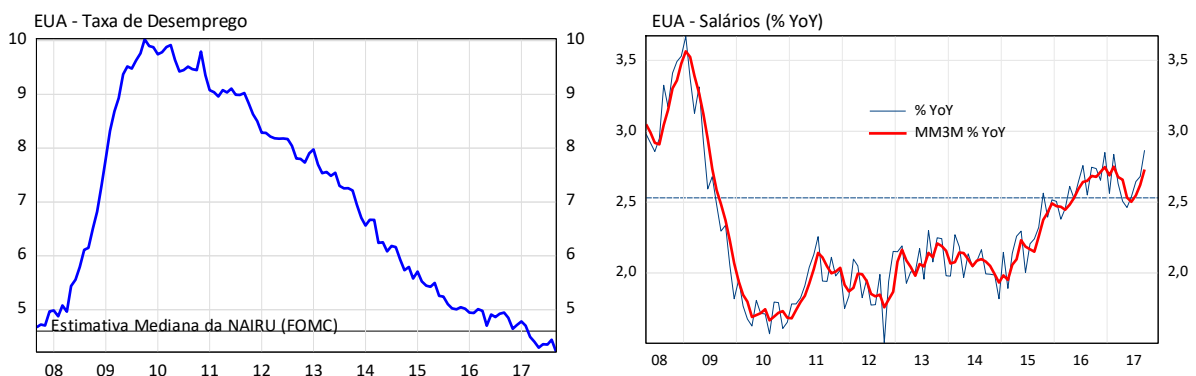
A política interna e os impactos advindos da Lava Jato, também são fatores de risco importantes, à medida que podem desestabilizar o instável quadro de relativa força do Governo junto ao Congresso e sua capacidade de aprovação de reformas. Os parlamentares já miram 2018 e cobram cada vez mais caro por seu apoio nesse momento. Quanto mais fraco e acuado o Governo, menor será sua capacidade de conseguir os votos para temas complicados e que demandam quórum constitucional.

Por fim, é preciso monitorar os impactos da economia internacional no ambiente que, nos últimos anos, vem sendo tão favorável aos países emergentes, e mais especificamente ao Brasil.

Ainda que a recente desaceleração dos índices de inflação da Zona do Euro, EUA e Japão reforcem a visão que as autoridades monetárias têm espaço para manter o

gradualismo no processo de retirada de estímulos, nas últimas semanas percebemos uma inflexão do mercado em direção a um cenário ligeiramente mais hawkish, especialmente após discurso da Presidente do FED, Janet Yellen, a respeito do comportamento da inflação nos EUA.

Segundo os modelos do FED as baixas taxas de inflação verificadas nesse ano, a despeito do nível historicamente de desemprego, não evidenciam uma queda na inflação estrutural dos EUA. Ou seja, a autoridade monetária americana ainda sinaliza como cenário base alta na inflação nesse ano e precisará de novos dados para não seguir seu plano de normalização monetária, cenário não precificado na curva de Treasury, até então.



Fonte: BLS e AZ Quest.

Da mesma forma, o ministro das finanças da Alemanha defendeu o fim do programa de compra de ativos pelo BCE e a elevação dos juros, argumentando que o atual ritmo de crescimento da economia europeia já justifica uma política monetária mais próxima do "normal".

Ou seja, ainda que o cenário de juros baixos e liquidez abundante no longo prazo siga positivo para países emergentes, podemos esperar um aumento de volatilidade nos mercados internacionais de juros e moedas, caso esse ritmo de alta nos juros se aproxime daquele descrito nos comunicados oficiais.

Outro fator de risco sempre presente em análises sobre o Brasil é a perspectiva do crescimento Chinês e consequente impacto nos preços das commodities agrícolas e metálicas. Uma eventual queda abrupta nos termos de troca, poderia gerar uma pressão sobre o Real, com consequente impacto na inflação. No entanto, o que se observa é que o gigante asiático país segue apresentando fortes números de crescimento (6,9% yoy) com surpreendente crescimento nas vendas no varejo, investimento e exportações. Porém, sempre paira a dúvida do quão sustentável seria esse crescimento, caso o governo chinês decidisse reduzir os diversos estímulos dados nos últimos anos, que acabaram por gerar uma enorme capacidade ociosa em diversos setores. As dúvidas em relação ao cenário político no país, que escolherá um novo governo no final do ano, aumenta a incerteza quanto a uma eventual desaceleração da economia chinesa.

Caso o ambiente externo siga favorável e o Brasil continue com o processo de reorganização fiscal e melhora do ambiente econômico, entendemos que esse quadro positivo em relação à inflação poderá ser duradouro. Isso permitirá que os juros se mantenham baixos por um prazo mais longo, o que certamente será um fator de impulso para a retomada da atividade econômica e, consequentemente, para o ajuste das contas públicas e para melhora do resultado das empresas brasileiras.

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

A bolsa brasileira novamente teve outro mês positivo (Ibovespa: +4,88%), impulsionada por dois vetores: 1) a queda nas taxas de juros, que vem sendo fator fundamental para a valorização das ações, especialmente em função do processo de desalavancagem financeira nas empresas; 2) a ainda incipiente, porém surpreendente, retomada da atividade econômica, que traz consigo a perspectiva de crescimento marginal nas receitas e, conseqüente, de melhora do resultado das companhias, através do processo de alavancagem operacional.

Nossos fundos de ações tiveram novo mês bons resultados, superando seus respectivos benchmarks, beneficiados por nossa maior exposição a empresas cíclicas domésticas. Tivemos contribuições positivas em quase todos os setores, com destaque para nossas posições em Varejo, Bancos e Petróleo.

Mantivemos a estrutura básica dos portfólios, com maior exposição nos setores e empresas que terão seus resultados mais diretamente impactados pela retomada da atividade e pela queda nos juros. Nesse sentido, seguimos posicionados nos setores de Varejo, Consumo Discricionário, Saúde, Shoppings. Também voltamos a aumentar a posição em Petrobrás, que deve se beneficiar do processo de venda de ativos, que permitirá reduzir seu enorme endividamento.

Destacamos ainda o resultado dos fundos da estratégia Long Short, AZ Quest Equity Hedge e AZ Quest Total Return, que voltaram a superar o CDI, e já acumulam no ano 9,72% (121% CDI) e 11,97% (149% CDI), respectivamente. Mantivemos a exposição bruta dos portfólios mais elevada e fomos ativos na gestão da sua exposição líquida comprada. Além das posições compradas nos setores supracitados, seguimos vendidos em cases mais defensivos nos setores de Serviços Financeiros, Consumo Básico, Telecom e Concessão Rodoviária, principalmente em razão do seu alto *valuation*.

Mesmo após a forte valorização nos últimos meses, ainda vemos grande potencial de valorização nas ações brasileiras, caso o atual quadro siga em curso. A perspectiva de estabilização da economia e de recuperação econômica, que antes era restrita a setores específicos, agora começa a ocorrer de forma mais disseminada, o que impactará positivamente os balanços de muitas empresas.

Apesar dos múltiplos P/E de parte das ações brasileiras parecerem “esticados”, entendemos que valorização da bolsa deverá perdurar, entre ciclos de altas e quedas inerentes a este mercado, caso nosso cenário de juros baixos e retomada cíclica da economia se confirme. Em momentos de inflexão da atividade econômica, a análise de múltiplos de lucros perde eficiência, dado o grau de alavancagem dos resultados das empresas frente ao crescimento marginal das receitas.

Já citávamos em cartas anteriores, que esse movimento de expansão de múltiplos poderia acontecer, tão logo as agentes vislumbrassem alguma clareza em relação à retomada da economia e queda nas taxas de juros.

“...apesar da forte valorização recente, boa parte dos preços dos ativos de risco ainda reflete a manutenção desse cenário negativo por um prazo longo. Acreditamos que os próximos dados de atividade, números fiscais e resultados das empresas seguirão muito fracos devido a contração vigente. Porém, na eventualidade desse cenário benigno se concretizar, o mercado deverá antecipar essa melhora futura, reduzindo os prêmios dos ativos de risco e expandindo os múltiplos implícitos nos preços das ações.” - Mar/16

Ressaltamos também a importância da análise fundamentalista em nosso processo de investimentos e o fato inequívoco do descompasso entre a composição dos índices de bolsa e da economia brasileira. Ou seja, ainda que em determinado momento os índices possam parecer sobrevalorizados, cabe a nós gestores focar nos setores e companhias, que mais se beneficiarão do ambiente econômico corrente.

ESTRATÉGIA MACRO

Nossos fundos tiveram performance positiva no mês. O AZ Quest Multi teve retorno de 2,30% (359% do CDI), enquanto o AZ Quest Multi Max se valorizou 3,13% (489% do CDI).

Obtivemos contribuição positiva em boa parte das estratégias, com destaque para o resultado nas posições de juros nominais e reais. Os juros seguiram em movimento de fechamento o que gerou ganhos relevantes em nossas posições aplicadas nos primeiros vértices da curva de DI's.

Entendemos que o Banco Central tem espaço para cortes adicionais na Selic, além da precificada nas curvas de juros nominais. Também acreditamos na convergência dos juros reais, ao longo dos próximos meses, por isso seguimos comprados em NTN-Bs de prazo intermediário, que carregamos há alguns meses.

A estratégia de valor relativo em ações voltou a gerar um resultado relevante para os fundos, com ganhos na maior parte dos setores, com destaque para nas posições compradas em Varejo, Petróleo e Bancos. Estamos confiantes com o desempenho da bolsa brasileira, caso nosso cenário base de continuidade do processo de estabilização econômica, queda nos juros e retomada da atividade econômica, se concretize.

A curva de Treasuries reagiu ao discurso da Presidente do FED, Janet Yellen, e entrou em trajetória de alta, a partir do meio do mês trazendo ganhos para nossa posição tomada em Treasury 10y. Por outro lado, esse movimento de alta nos juros levou a moeda americana a se valorizar em relação às moedas emergentes e ao Euro, após movimento de desvalorização nos últimos meses, gerando pequenas perdas em nossas posições vendidas em dólar.

Seguimos acreditando no gradualismo do processo de normalização monetária nos Estados Unidos, mas em um ritmo acima do precificado pelo mercado, com uma alta ainda esse ano.

Temos aproveitado a baixa volatilidade dos mercados e o custo dos hedges para colocar posições de proteção contra os riscos de cauda gerados por eventos políticos e econômicos, no Brasil e no exterior.

ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM

Nossos fundos de arbitragem mantiveram a sequência de bons resultados observados nos últimos meses.

O Legan Low Vol apresentou valorização de 0,70% (109% do CDI), enquanto o AZ Legan Termo se valorizou 0,67% (105% 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 a consistência da performance do fundo que superou o CDI em oito dos nove meses do ano e já acumula 9,42% (117% CDI) nesse período.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

Setembro foi um mês bastante ativo no mercado de emissões primárias, dando continuidade ao movimento iniciado em julho. Foram operações de grande volume, de emissores não frequentes e de setores com perfil um pouco menos defensivo e essas ofertas poderiam ter tido uma boa dinâmica em sua distribuição. O número crescente de participantes nesse segmento e a forte demanda por crédito privado sinalizam que o call de liquidez para esse mercado deverá ser mantido no futuro.

O mercado secundário se mostrou relativamente morno, principalmente pela falta de vendedores de ativos. Passamos a atuar de maneira um pouco diferente dos últimos meses, em determinados fundos, indo no sentido contrário a essa percepção. Realizamos algumas vendas no secundário, a fim de otimizar a carteira com os novos ativos provenientes das ofertas primárias acima citadas. Isso além de diversificar o portfólio dos fundos também permite-nos ter portfólios com melhor taxa de “carrego”.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente dezenove ofertas primárias. Após selecionadas aquelas dentro do nosso escopo de atuação, participamos de oito bookbuildings e fomos alocados em seis deles. Ainda haverá mais processos de bookbuilding durante o mês de outubro e isso possibilitará aos fundos adquirirem novos ativos. Dessa forma prosseguimos com a otimização da carteira, isto é, a troca de ativos atualmente com baixo yield por ativos com melhores retornos e risco de crédito equivalente.

Apesar de continuarmos com carteiras conservadoras, os fundos AZ Quest Luce, (104% do CDI), AZ Legan Valore (105% do CDI), AZ Quest Altro (111% do CDI) e AZ Quest Icatu Conservador (100% do CDI) tiveram bom resultado no mês, em linha com seus objetivos de longo prazo. Tivemos como grandes geradores de performance o resultado da carteira de LF e LFSN, proveniente do fechamento do spread de crédito de uma parcela de seus títulos. Ressaltamos ainda que o resultado da carteira de LFSN melhora substancialmente quando acrescentamos o resultado do seu hedge.

No caso do AZ Quest Altro, a carteira de Debêntures Hedgeadas teve seu resultado proveniente do fechamento do spread de crédito e do posicionamento relativo do hedge. Na carteira de inflação livre foi apresentada uma excelente rentabilidade (devido ao fechamento da curva), porém com uma baixa contribuição agregada devido ao tamanho da exposição.

O fundo de debêntures incentivadas obteve uma rentabilidade abaixo do seu benchmark (indexado ao IPCA – IMA-B5). Houve uma perda oriunda da abertura dos spreads de crédito, mas o fato de o fundo estar aplicado em juro real permitiu a sua rentabilidade positiva no mês (e bem acima do CDI). Adicionalmente, a forma que montamos o posicionamento da carteira permitiu que tivéssemos uma performance no item relativo ao risco de mercado melhor do que o benchmark do fundo, gerando assim alpha devido a parcela de risco de mercado do fundo.

RENTABILIDADES

	Fundos	Início	Rentabilidades		Comparação com Benchmark	
			set/17	2017	set/17	2017
Ações	AZ QUEST AÇÕES FIC FIA	01-jun-05	6,41%	23,33%	1,5 p.p.	0,0 p.p.
	AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA	30-dez-09	5,82%	39,50%	2,2 p.p.	-5,6 p.p.
	AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA	18-out-11	6,82%	32,80%	2,1 p.p.	8,5 p.p.
	AZ BRASIL FIA	02-mai-16	3,48%	20,44%	-1,4 p.p.	-2,9 p.p.
Long Short	AZ QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-nov-07	1,75%	9,72%	273%	121%
	AZ QUEST TOTAL RETURN FIA	23-jan-12	2,57%	11,97%	401%	149%
Macro	AZ QUEST YIELD FI RF LP	20-set-12	1,47%	10,13%	229%	126%
	AZ QUEST MULTI FIC FIM	13-set-13	2,30%	13,53%	358%	168%
	AZ QUEST MULTI MAX	24-fev-17	3,13%	13,28%	488%	223%
Crédito	AZ QUEST LUCE	15-dez-15	0,67%	8,60%	104%	107%
	AZ QUEST ALTRO	11-dez-15	0,71%	9,26%	111%	115%
	AZ LEGAN VALORE	28-abr-14	0,67%	8,82%	105%	110%
	AZQ DEBENTURES INCENTIVADAS	06-set-16	0,90%	4,54%	-0,1 p.p.	-0,8 p.p.
Previdência	AZ QUEST PREV ICATU ARROJADO	22-abr-15	2,25%	12,28%	350%	153%
	AZQ PREV ICATU CONSERVADOR	09-set-16	0,64%	8,51%	100%	106%
Arbitragem	LEGAN LOW VOL	28-nov-08	0,70%	2,36%	109%	117%
	AZ LEGAN TERMO	03-ago-15	0,67%	2,29%	104%	102%
Impacto	AZ QUEST AZIMUT IMPACTO	17-nov-16	0,84%	8,68%	131%	108%

Índices	set/17	2017
CDI	0,64%	8,05%
IMA-B 5	1,01%	10,94%
Dólar (Ptax)	0,66%	-2,80%
Ibovespa - Fech	4,88%	23,35%
IBX-100	4,69%	24,29%
Índice Small Caps	3,66%	45,14%

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