

## CARTA TRIMESTRAL – JUNHO 2015

Na carta desse mês, voltamos a comentar alguns temas já brevemente explorados em nossos boletins econômicos anteriores. Não queremos com isso, passar a imagem que o mercado esteja vivendo um período de marasmo e de tranquilidade. Pelo contrário, os últimos meses foram de muita volatilidade dos ativos, em meio a diferentes processos de correções de distorções geradas no passado: no front doméstico, o esforço do Governo em reconquistar a confiança dos agentes econômicos e reverter o quadro político-econômico marcado por uma forte contração da atividade, altas taxas de inflação e denúncias de corrupção; no front internacional, a longa espera do início do processo de normalização monetária nos Estados Unidos, o esforço chinês para manter seu ritmo de crescimento e as dúvidas sobre a manutenção ou não da Grécia na Zona do Euro.

Nos Estados Unidos, dados recentes de aceleração da atividade confirmaram nossa visão que a desaceleração observada no 1T15 refletiu fatores transitórios como o inverno mais severo, a greve portuária na costa oeste e impacto da queda no preço do petróleo nos investimentos. O que observamos, após esse período, foram números que indicam a robustez da economia norte-americana. O consumo das famílias segue acelerando, apoiado na dinâmica bastante robusta do mercado de trabalho e no crescimento do salário. As vendas de veículos em maio apresentaram forte alta de 7,6% na comparação com abril e as vendas de imóveis residenciais novos atingiram o maior patamar desde 2008. Por outro lado, as baixas taxas de inflação e o processo de expansão monetária na Europa justificam uma postura conservadora do FED, que reiterou sua intenção de iniciar ainda em 2015 o processo de elevação a taxa de juros, ressaltando, no entanto, que esse deve ocorrer de forma muito gradual.

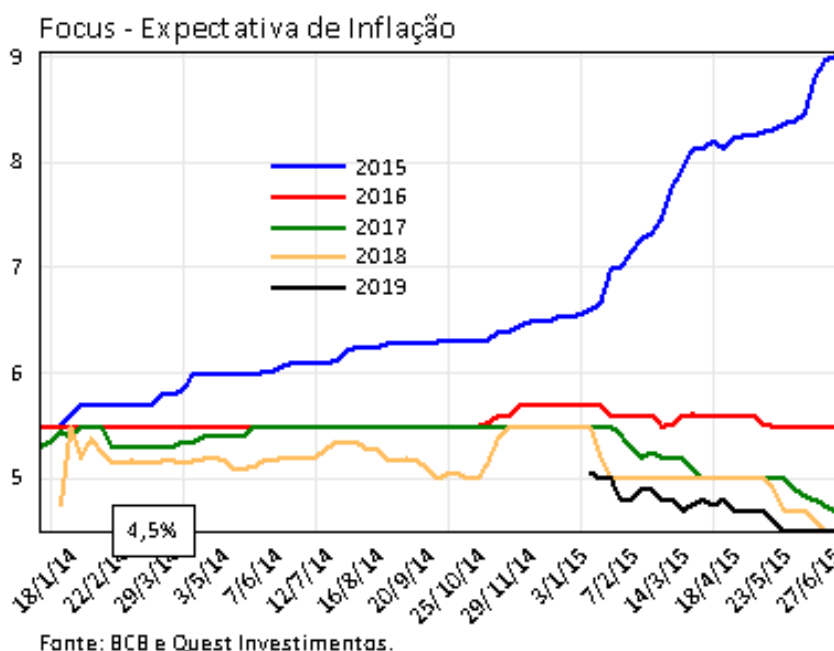
As autoridades chinesas continuam a anunciar medidas monetárias com o intuito de reverter o processo de desaceleração econômica, evidenciado pela queda na inflação, e atingir a meta de 7% de crescimento para 2015. Dentre essas medidas de estímulo, está a recente redução de 1% na taxa de empréstimo compulsório e o corte de 0,25% nas duas taxas de juros referência da economia. Na Europa, a novela da Grécia chega ao seu ocaso com um impasse. De um lado, o governo grego, que procura convencer os credores a renegociar sua dívida e evitar o calote, sem a exigência de novas medidas fiscais que aprofundem a recessão no país. De outro, as autoridades europeias, que não podem aliviar essas exigências, sob o risco de fortalecer outros partidos com propostas semelhantes, como no caso espanhol, o que poderia levar outros países a questionar sua presença na Zona do Euro, com consequências imprevisíveis para a economia global. De certo, apenas o fato de que o país chega ao final desse processo com a bolsa de Atenas fechada, controle de saques nos bancos e sem condições financeiras para honrar o vencimento dos 3,5 bilhões de euros que vencem no dia 20 de julho.

No meio do fogo cruzado, o risco de contágio e consequente redução do fluxo de capitais para outros países periféricos eleva a percepção de risco e leva o mercado a manter uma postura mais defensiva. O dólar se valoriza e as taxas dos títulos americanos e alemães caem, à medida que os investidores procuram ativos mais seguros. Porém, o cenário de juros baixos, alta liquidez e baixa inflação global abre uma janela de oportunidade para construção do ajuste em curso no Brasil, onde indicadores recentes sinalizaram uma contração da economia ainda maior que o esperado.

A taxa de desemprego nacional se elevou para 7,9% em abril, ante 7,2% um ano atrás. Ainda houve o fechamento de 116 mil vagas de emprego formal, pior resultado da série histórica iniciada em 2002. A produção industrial acumula forte queda de 6,4% em relação ao primeiro quadrimestre de 2014, enquanto que o índice de confiança do setor cai pelo sexto mês seguido e agora se encontra no menor nível da série histórica. Até mesmo a renda real e consumo, anteriormente “blindadas” da deterioração econômica, já mostram quedas em seus índices.

O Banco Central se esforça em debelar a pressão nos preços que já se aproxima dos 9% nos últimos doze meses, promovendo seguidas altas nos juros, que já atinge 13,75%, enquanto que o Ministério da Fazenda articula com o Congresso um ajuste fiscal para reorganizar as contas públicas. Em ambos os casos, medidas que aprofundam a debilidade da atividade econômica e as naturais consequências no emprego, renda e consumo das famílias. Com um ajuste fiscal que sofre em magnitude pela queda das receitas em decorrência do aprofundamento da recessão e, em qualidade, pela dificuldade do Governo em reduzir as despesas correntes de forma estrutural, a alternativa que sobra é seguir elevando os juros para ancorar as expectativas de inflação. Nesse sentido, a ata da última reunião do Copom confirmou uma postura mais *hawkish*, deixando claro que o Banco Central perseguirá com “determinação e perseverança” a meta de 4,5% de inflação ao fim do ano de 2016, o que atualmente nos parece pouco factível, considerando ainda que “os avanços alcançados no combate à inflação (...) ainda não se mostram suficientes”.

Porém, o risco que aumentos muito maiores da Selic possam vir a comprometer a recuperação da economia, criando uma espiral negativa que ameaçaria o ajuste fiscal, e a falta de convicção que o país seguirá com o esforço independentemente das condições políticas explicam, em parte, a dificuldade de convergência das taxas de inflação implícitas nas curvas de juros e os seguidos rumores de rebaixamento do país pelas agências de rating.



Entendemos que esse processo de ajuste passa por um momento crucial, onde a pressão e o risco político atingem seu pico, à medida que os custos sociais do ajuste já são crescentemente sentidos pela população, mas os benefícios ainda não apareceram, já que a inflação segue pressionada, apesar da fraca atividade econômica. O Governo vem

reafirmando, em todas as oportunidades, seu compromisso com o ajuste e com a equipe econômica, mas sua fragilidade política, em meio a denúncias de corrupção, protestos, greves e conflitos em sua base parlamentar, traz um componente de risco que claramente dificulta o trabalho da equipe econômica.

Apesar de toda a dificuldade da situação econômica, seguimos acreditando que as medidas de ajustes são um remédio amargo, mas necessário para a construção de uma economia mais balanceada, e, portanto, menos fragilizada. Caso o plano seja totalmente implementado e as condições externas se mantenham favoráveis, podemos sair desse processo com a inflação controlada, contas públicas mais organizadas, uma taxa de câmbio mais competitiva, que poderão recuperar parte da confiança do investidor brasileiro, essencial para a retomada do investimento privado e do crescimento econômico.

Claro que esse é o primeiro passo de um processo mais amplo para devolver competitividade à economia brasileira e que passa por um choque estrutural de produtividade, através da melhor formação da mão de obra, investimentos em infraestrutura logística e energética e melhora do ambiente de negócios, com racionalização tributária, redução da burocracia e abertura econômica. Não acreditamos, porém, que a implementação de tais reformas seja viável em um ambiente político tão instável e com a economia ainda em retração.

## **ESTRATÉGIA MACRO**

O último IPCA trouxe surpresas altistas de forma generalizada, como indica o índice de difusão na casa dos 70%, o que indica uma inflação de 2015 na casa dos 9%. Apesar da pesquisa Focus indicar alguma ancoragem da expectativa de inflação em 2017, 2018 e 2019, a inflação implícita para os próximos quatro anos ainda se encontra ao redor dos 5.80%, o que justifica o discurso *hawkish* do Banco Central, que deixa claro o objetivo de controlar a inflação, independente do aprofundamento da desaceleração econômica.

O mercado já precifica cortes nos juros a partir de julho de 2016, fazendo com que a curva nos pareça excessivamente inclinada, dado que o Banco Central precisaria manter os juros elevados por um período mais longo, se realmente desejar cumprir sua meta de convergir a inflação para a meta já em 2016.

Dado o nível da inflação implícita na curva, vemos melhores oportunidades nos de aplicação em juros nominais, em uma aposta otimista no sucesso do plano de ajuste. Essa visão justifica nossa posição de *flattening* entre o DI janeiro 17 e DI janeiro 18, mantida em nossos fundos desde o começo do ano.

A volatilidade do mercado de juros durante os primeiros meses do ano fez com que essa posição não apresentasse o resultado esperado naquele período. Porém, à medida que BC deixou mais claro sua estratégia, essas mesmas posições passaram a ser o principal componente do resultado do book de juros, nos últimos meses.

Com isso o Quest Yield voltou a superar o CDI em junho, acumulando 3,20% no trimestre (105,7% CDI).

Entendemos que a recente valorização do Real não se sustenta no médio prazo, já que o Governo teria interesse em devolver competitividade ao país através de um câmbio depreciado, apesar de dificultar o controle da inflação. Por isso, mantivemos nossa alocação tática comprada em dólar contra real. Porém, vale lembrar também que BC tem capacidade de influenciar o mercado através da rolagem da sua carteira de swap, avaliada em algo próximo de 100bi.

Dadas as incertezas do cenário político e do quadro na Europa, decidimos aproveitar os recentes ganhos gerados com essa posição para reduzir taticamente o risco do fundo e analisar o desenrolar desses temas

## **ESTRATÉGIA DE AÇÕES**

Diante de um cenário volátil, com muitas incertezas a respeito de possíveis mudanças de marco regulatório e estrutura tributária em diversos setores da economia, decidimos manter uma estratégia defensiva nos portfólios, investindo em empresas resilientes à desaceleração da atividade econômica ou que se beneficiem de uma desvalorização estrutural do Real. Também reduzimos marginalmente as exposições bruta e líquida dos fundos e encurtamos o horizonte de investimento para algumas posições.

Continuamos comprados nos setores de papel e celulose, serviços financeiros e energia elétrica, evitando as posições nos setores de construção civil, consumo discricionário e commodities.

O Ibovespa subiu 3,77% no trimestre impulsionado principalmente pelas ações da Petrobrás que representaram mais de 70% da alta do índice no período. O Quest Ações obteve resultado de -1,90%, o Quest Small Caps -1,84% e o Quest TOP Long Biased fechou estável no trimestre.

Os fundos long short tiveram um resultado inferior ao CDI no mês de junho, as contribuições negativas vieram principalmente das posições compradas em Pão de Açúcar e Tecnisa, enquanto os principais ganhos vieram das posições compradas em Equatorial e Qualicorp.

As próximas semanas trazem uma agenda carregada tanto do lado internacional quanto doméstico. Permanecemos atentos aos possíveis impactos em nossos portfólios, visando aproveitar as grandes oportunidades trazidas pelos momentos de instabilidade, sempre focados na preservação do capital dos nossos investidores.

## **ESTUDO DE CASO: PORTO SEGURO (PSSA3)**

A Porto Seguro é a maior e uma das mais bem geridas empresas de seguro de automóveis, possuindo aproximadamente 27% de market share e operando sobre 3 marcas: Porto Seguro, Azul e Itaú.

Por ser a maior empresa do segmento, a empresa consegue se beneficiar dos ganhos de escala.

Segundo Munger, sócio de Buffet, um desses benefícios é a vantagem informacional. Para exemplificar, suponha que você esteja em uma loja de conveniência onde há apenas duas marcas de chicletes disponíveis. A marca ABC e a marca XYZ, sendo que ABC custa R\$1,50 e XYZ R\$1,30. Os chicletes da marca ABC são conhecidos por sua ótima qualidade, enquanto a marca XYZ é pouco conhecida e você não possui nenhuma referência sobre o seu padrão de qualidade. Provavelmente o consumidor tradicional optaria pelos chicletes da marca ABC, dado que a diferença de preço é quase insignificante.

A mesma teoria pode ser aplicada no mercado de seguros. Como se trata de um serviço de baixa frequência de uso, acionado apenas em eventos de stress (roubo, furto, mau funcionamento do carro), a confiabilidade da marca é de extrema importância e isso acaba se refletindo em um prêmio pago pelo cliente para marcas de maior credibilidade.

Outra vantagem é o maior nível de informação para precificação dos riscos. A Porto Seguro conhece melhor o perfil de risco dos clientes e do mercado, possuindo a flexibilidade para ajustar o preço de acordo com o risco. Dificilmente novos concorrentes conseguem oferecer um preço muito competitivo para clientes de baixo risco que já possuem um preço reduzido. Entretanto, o contrário não se mostra verdadeiro. Uma vez que o cliente de maior risco será cobrado por isso e pode conseguir um preço mais competitivo em um concorrente menor que visa ganhar market share. No longo prazo, este cliente provavelmente acabará não se pagando, dado o erro inicial na precificação. (“We never left customers – but they left us.”- Warren Buffet sobre o mercado de seguros)

Apesar de ser um serviço “comoditizado”, a marca Porto Seguro conseguiu se diferenciar do mercado, não apenas na sua elevada confiabilidade, mas também nos serviços adicionais (encanador, chaveiro, assistências técnicas à residência) e no relacionamento com o cliente (centros de atendimentos rápidos aos clientes, rede de assistência técnica ampla e eficiente), conseguindo assim cobrar um preço mais elevado.

Para o segmento popular, a empresa se posicionou através da marca Azul, conquistando participação de mercado nos últimos anos. As empresas são mantidas em estruturas separadas para que as culturas não se misturem e assim ela consiga operar de forma eficiente, mantendo os custos em um nível reduzido e oferecendo preços competitivos.

Não acreditamos no crescimento da marca Itaú e do canal bancassurance, pois sabemos que não é foco do banco oferecer tais produtos. Isto se deve ao fato de que para o Itaú, este produto quando ajustado pelo tempo gasto pelo pessoal da agência, acaba sendo menos lucrativo do que outros produtos. A empresa tem tentado tornar o processo mais eficiente, mas é uma estratégia que ainda terá de se provar.

Não menos importante é a carteira de cartões/produtos financeiros que deve gerar este ano R\$120 milhões de resultado. O produto é oferecido apenas a clientes da marca Porto que se caracterizam por possuir um perfil de renda mais elevado, o que se traduz em baixo risco financeiro. Atrasos ou falta de pagamento do cartão pode levar ao cancelamento do seguro, reduzindo o risco de inadimplência. O produto também serve para fidelizar o cliente na medida em que o uso do cartão se traduz em descontos na renovação do seguro.

Do lado negativo, temos o negócio de Telecom que gera R\$50 milhões de prejuízo operacional ao ano e deve continuar a ter dificuldades, dadas as características deste setor. No entanto, acreditamos que a empresa está próxima por decidir sair deste negócio, por conta dos altos custos para mantê-lo.

O principal motivo para a boa performance da ação neste ano foi a redução de roubos em SP, mercado responsável por aproximadamente 50% de seus prêmios em auto. Desde o ano passado, mais de 700 desmanches foram fechados, levando a uma queda de 25% em roubos e, conseqüentemente, a uma redução relevante na taxa da sinistralidade, já que roubos representam aproximadamente 35% dos sinistros. Para frente, mais desmanches devem ser fechados e outros estados devem seguir o exemplo de SP, podendo também mostrar o mesmo nível de resultados e beneficiar a indústria de seguros.

Do lado financeiro, a empresa ganha diretamente com o aumento da Selic, possuindo uma carteira de investimentos de mais de R\$6 bilhões. Este ano, a Selic já subiu mais de 27% em relação à média de 2014 e os comunicados recentes do Banco Central mostram que teremos

pelo menos mais uma alta de juros. Dada a resiliência da inflação, acreditamos que os juros devem permanecer neste patamar por um tempo razoável em 2016.

Em termos de valuation a ação não está barata, negociando a múltiplos acima da média histórica, mas o lucro deve crescer mais de 50% em 2015 e os resultados continuarão a surpreender no curto prazo. Dado o cenário macro mais restritivo e cheio de incertezas, permanecemos em Porto Seguro.

## RENTABILIDADES

Fundos	Início	Rentabilidades		% do Benchmark	
		jun/15	2015	jun/15	2015
<a href="#">QUEST AÇÕES FIC FIA</a>	01-jun-05	-0.32%	0.40%	-0.9 p.p.	-5.7 p.p.
<a href="#">QUEST SMALL CAPS FIC FIA</a>	30-dez-09	0.68%	-5.83%	1.9 p.p.	1.0 p.p.
<a href="#">QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA</a>	18-out-11	1.00%	-5.67%	0.2 p.p.	-12.1 p.p.
<a href="#">QUEST EQUITY HEDGE FIM</a>	30-nov-07	0.16%	3.26%	15%	55%
<a href="#">QUEST TOTAL RETURN FIA</a>	23-jan-12	0.07%	2.81%	7%	48%
<a href="#">QUEST YIELD</a>	20-set-12	1.12%	5.78%	105%	98%
<a href="#">QUEST MULTI FIC FIM</a>	13-set-13	0.82%	6.34%	77%	107%

Índices	jun/15	2015
CDI	1.06%	5.92%
Dólar (Ptax)	-2.40%	16.81%
Ibovespa - Fech	0.61%	6.15%
IGPM	0.67%	4.33%
IBX-100	0.76%	6.41%
Índice Small Caps	-1.17%	-6.81%

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