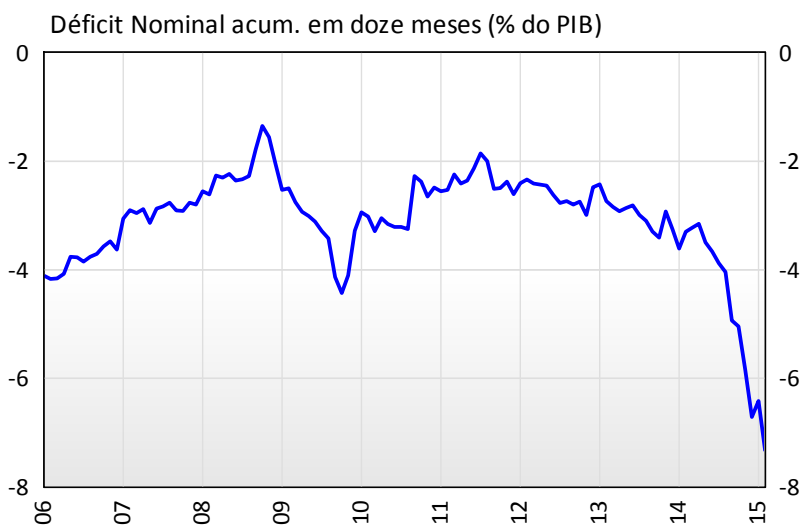


### CARTA TRIMESTRAL – MARÇO 2015

Os primeiros meses do segundo mandato da Presidente Dilma Rousseff foram marcados pelo esforço do Governo em reorganizar a economia do país, com o anúncio das primeiras medidas da equipe econômica, em meio a um complicado ambiente político. Sempre expusemos nossa visão que a dura realidade econômica do país imporá ao novo Governo a necessidade de mudanças na matriz econômica. Ajustes que, por um lado, evitariam o pior com a perda do *investment grade*, mas por outro, imporiam algum tipo de custo à população.

A nomeação de uma equipe econômica com perfil ortodoxo e a perspectiva de um rearranjo na matriz econômica foram fatores chave para a reafirmação do grau de investimento brasileiro pela Standard & Poors. Porém, se o cenário de médio prazo parece ser positivo, a divulgação de novos dados econômicos indica que o processo de desaceleração da atividade e o quadro fiscal são ainda mais graves que inicialmente projetados.

O crescimento em 2014 foi praticamente zero e a perspectiva é de forte contração em 2015, abaixo de -1%. As expectativas de inflação foram elevadas diante da recomposição dos preços administrados mais intensa que o esperado e pela forte desvalorização do Real. A produção industrial e as vendas no varejo seguiram sua longa tendência de queda, assim como os índices de confiança, que se encontram ao redor dos piores níveis ao menos desde 1999. Até mesmo o mercado de trabalho, até então blindado da deterioração econômica, deu sinais de fraqueza, indicando alta interanual da taxa de desemprego para 5,9% em fevereiro e fechamentos de vagas de emprego formal, especialmente no setor de construção civil, já impactado pela paralisa nas grandes obras em função da Operação Lava Jato.



Fonte: BCB e Quest Investimentos.

Buscando recuperar a credibilidade do Governo, item fundamental para a retomada do crescimento econômico, a equipe econômica passou a propor uma série de medidas de ajuste das contas públicas, como aumento de arrecadação, redução de gastos e subsídios e recomposição de preços administrados. Do lado da política monetária, o Banco Central seguiu aumentando os juros, no seu esforço de debelar a pressão nos

preços e convencer o mercado do seu esforço de trazer a inflação para o centro da meta (4,5% ao ano) já em 2016.

Porém, o mercado passou a questionar a capacidade do Governo de aprovar as medidas de ajuste num Congresso pressionado por uma opinião pública insatisfeita com o ambiente de baixo crescimento, desemprego, inflação alta, redução dos benefícios sociais e alta de juros.

A insatisfação com a situação econômica, o sentimento de traição pelo não cumprimento das promessas eleitorais e, principalmente, a indignação com os seguidos escândalos de corrupção, levaram milhões às ruas para protestar contra o Governo em março. Entendemos que as medidas de austeridade ainda não impactaram totalmente os índices de emprego e renda, e que as denúncias da Operação Lava Jato (e agora também a operação Zelotes) continuarão a dominar as manchetes dos jornais nos próximos meses. Portanto, nossa expectativa é que a popularidade da Presidente seguirá baixa, mantendo o Governo na defensiva e retirando sua capacidade de influenciar a pauta do Congresso.

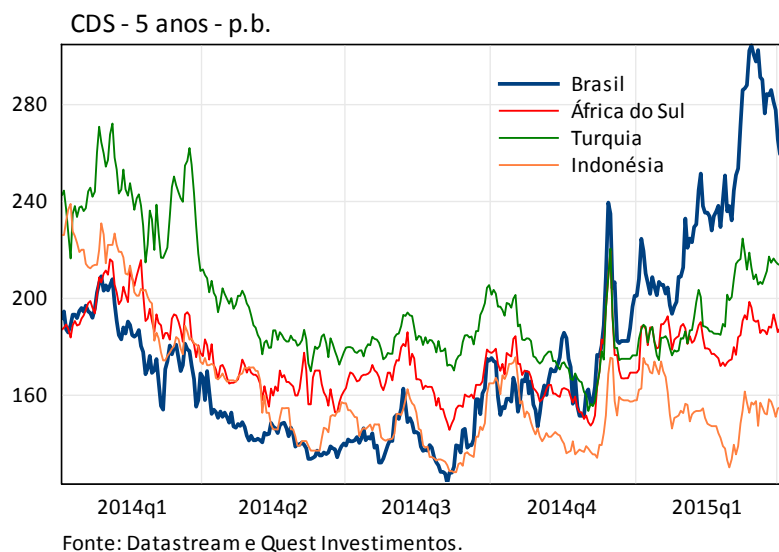
Percebendo a fragilidade do Governo e insatisfeito com sua postura na condução das investigações da Lava Jato e na estratégia de estimular a criação de um novo partido que faria frente ao PMDB na coalisão, a liderança do partido passou a impor seguidas derrotas ao Governo, como na eleição para a presidência da Câmara dos Deputados e no veto do presidente do Senado à MP que trata da desoneração da folha de pagamento.

Se o desafio de reverter a tendência de deterioração macroeconômica já se mostrava hercúleo, o ambiente político de rota de colisão entre o Palácio do Planalto e o PMDB tornou a tarefa da equipe econômica ainda mais complicada. Diante do risco de não ver seu plano implementado, coube a Joaquim Levy a função de negociador das medidas fiscais no Congresso, como no caso do Orçamento de 2015. Após muita conversa e alguma pressão do Ministro, o fato é que o Congresso tem aprovado as medidas propostas com poucas ressalvas.

Por outro lado, confirmando nossa expectativa, o ambiente externo positivo abre uma janela de oportunidade para que os ajustes internos sejam efetuados com menor custo social. As taxas de juros internacionais se mantiveram em patamares muito abaixo da média histórica, refletindo a postura *dovish* dos Bancos Centrais na Europa e EUA. De um lado, um BCE preocupado com a desaceleração econômica e com um possível cenário de deflação na Europa, potencializado pela queda dos preços da energia. De outro, um FED “paciente” na definição do início da alta dos juros, por não enxergar pressões de custo da mão de obra e de inflação, que trouxe a *Treasury* de 10 anos de volta a patamar abaixo dos 2% ao ano.

A China mantém, sem sustos, sua estratégia de mudança do seu modelo de desenvolvimento para uma economia baseada no crescimento de seu mercado interno, que reduz as taxas de seu crescimento e derruba os preços das commodities.

Em meio a esse ambiente de muitos riscos (crise energética, Lava Jato etc) e de incerteza com relação à capacidade de implementação do plano fiscal, o mercado preferiu a cautela. Os juros se mantiveram em alta, o dólar se valorizou fortemente e o CDS (Credit Default Swap) do Brasil passou a ser negociado no mesmo nível de países sem grau de investimento.



O cenário que se desenha é de mudanças positivas no longo prazo, mas não enxergamos uma sequência de eventos políticos e econômicos de curto prazo que poderiam levar a uma melhora da percepção de risco pelo mercado. Ao contrário, acreditamos que a árvore de possibilidades do cenário indica uma maior chance de aprofundamento da contração econômica, com naturais impactos no emprego e renda, de novas denúncias na Operação Lava Jato, de contínuo embate entre o Governo e o Congresso.

Porém, caso o Governo consiga implementar um ajuste crível e o ambiente político se torne menos instável, podemos vislumbrar um cenário onde os preços dos ativos no Brasil se mostrem mais atrativos, especialmente aos olhos do investidor estrangeiro, ávido por alternativas seguras e rentáveis para sua alocação.

## ESTRATÉGIA MACRO

Em um período de muita volatilidade nos ativos financeiros, nossa estratégia foi manter e gerenciar o tamanho de algumas posições estruturais a fim de reduzir a volatilidade dos portfólios e evitar custos e perdas com trading.

Os principais ganhos vieram das posições aplicadas em juros nominais nos DI's curtos, casadas com posição de *flattening* entre os DI's na parte intermediária da curva de juros. Mantivemos uma posição de *flattening* nos DI17 e DI18, por acreditar que o Banco Central deverá seguir com o ciclo de alta nos juros, no seu esforço para debelar, ainda esse ano, a pressão na inflação gerada pelo reajuste nos preços administrados e pela forte desvalorização do Real. Nesse caso, contando com um dólar mais estável, com o realinhamento das tarifas públicas e com um impulso fiscal que já se mostra negativo, poderíamos imaginar o início de um ciclo de cortes nos juros para 2016.

Continuamos aplicando parte do caixa na NTN-B 16, por conta do carregamento atraente frente à perspectiva de pressão inflacionária nos próximos meses, posição que se beneficiou da recente alta nos números de inflação. No nosso fundo multimercado, também obtivemos ganhos com a posição de arbitragem em ações.

## ESTRATÉGIA DE AÇÕES

A perspectiva de um ano turbulento no campo político, de fraca atividade econômica e de valorização generalizada do dólar norteou nossa estratégia para os fundos de renda variável, nesse início de ano.

Primeiro, ajustamos nossos portfólios para combinar empresas com maior parcela de suas receitas expostas à moeda estrangeira e empresas cujos modelos de negócio se mostravam resilientes ao cenário de clara desaceleração econômica, como Varejo de alimentos, Agribusiness e Serviços Financeiros. Neste último, incorporamos posições em seguradoras, que deverão se favorecer com taxas de juros mais altas e com menores índices de sinistralidade no setor de automóveis, especialmente pelas novas regras para o funcionamento de desmanches em São Paulo.

De outro lado, continuamos a evitar setores mais sensíveis ao nível de renda da população ou dependentes do acesso ao crédito para financiar suas vendas, como em Construção Civil e Consumo Discricionário. Também evitamos ações de cadeias de produção mais fortemente impactadas pela desaceleração da economia chinesa, como em Mineração.

Também mantivemos exposições líquidas abaixo da média histórica, por entender que os resultados das empresas seriam impactados pela desaceleração econômica, e que o cenário político aumentaria a percepção de risco por parte dos investidores.

No início do ano, os fundos tiveram seus resultados influenciados por perdas em alguns setores que passaram por mudanças em seus marcos regulatórios, como no caso de Educação, onde as novas regras para a concessão do FIES reduziram o potencial de lucratividade dessas empresas. Por isso, decidimos encerrar as posições no setor, que mantínhamos há quase três anos.

A partir de fevereiro, os fundos apresentaram ganhos bastante diversificados, com claro destaque para os setores de Serviços Financeiros e de Papel e Celulose. Nesse período, também obtivemos bons resultados em algumas posições vendidas como no setor de Telecomunicações e Educação.

## ESTUDO DE CASO: SETOR ELÉTRICO

Apesar da preocupante crise hidrológica que ameaça restringir a oferta de energia elétrica ao longo de 2015 e possivelmente em 2016, acreditamos que o setor elétrico reúne elementos que o tornam uma boa opção de investimento neste momento. São eles:

- 1) **Tarifaço.** O início de 2015 foi marcado por uma drástica mudança de postura, por parte do governo, em relação ao setor elétrico. Observamos uma disposição, praticamente sem reservas, de devolver o equilíbrio financeiro ao setor, que durante 2014 dependeu de aportes do Tesouro e empréstimos bancários *off-balance* para fechar suas contas. A adoção das bandeiras tarifárias a partir de janeiro, a revisão tarifária extraordinária aplicada às tarifas no início março e os demais reajustes esperados para este ano devem representar um aumento de cerca de 60% nas tarifas de energia elétrica em 2015.
- 2) **Maiores retornos.** Em resposta a uma longa sequência de leilões frustrados, que tiveram muitas vezes as subsidiárias da Eletrobrás como únicas ofertantes, o governo parece sensibilizado quanto à necessidade de maiores retornos para atrair investimento ao setor. Prova disso são: (i) o aumento do WACC para novos projetos de transmissão, que subiu de 5.5% (em termos reais) para entre 7.6% e 7.8%; (ii) a visível elevação da TIR implícita nos preços-teto dos leilões de energia nova (hoje entre 15% e 18% em termos reais, contra 8% a 10% até o ano passado); e (iii) o WACC regulatório a ser aplicado no 4º ciclo de revisões tarifárias das distribuidoras, fixado em 8.09% (após uma proposta inicial de 7.16%).
- 3) **Possível alívio às geradoras.** Embora ainda não haja nenhuma proposta oficial, dirigentes da Aneel e do MME vêm sinalizando sua disposição em criar alguma forma de alívio aos geradores hidrelétricos que têm incorrido em elevados prejuízos devido ao déficit hídrico (GSF). Estima-se que a geração hidrelétrica em 2015 possa chegar a apenas 80% da garantia física do sistema, o que pode se traduzir em um prejuízo de R\$ 34.7 bilhões para as empresas. Acreditamos que uma medida de alívio passaria, inevitavelmente, pelo repasse de parte dessas perdas ao consumidor, via mais aumento tarifário.
- 4) **Risco hidrológico começando a ceder.** Depois de um janeiro e fevereiro bastante alarmantes, quando a quantidade de água que chegou aos reservatórios das hidrelétricas foi de apenas 47% e 57% das médias históricas, respectivamente, o mês de março trouxe melhora substancial (71% da MLT). Embora ainda estejamos distantes de um cenário de tranquilidade, essa recuperação hidrológica combinada com o arrefecimento da demanda de energia (crescimento interanual de 1.6% em janeiro, - 2.8% em fevereiro e 1.2% em março), nos afastou do risco iminente de racionamento.
- 5) **Tendência de alta no preço da energia de longo prazo.** Como efeito positivo da atual crise de suprimento, esperamos o retorno da racionalidade econômica na definição dos preços de energia nos leilões organizados pelo governo. Além disso, a provável expansão de capacidade termelétrica (mais cara que hidro), a redução da participação do BNDES no financiamento de projetos, e a menor participação da Eletrobrás nos leilões, devem contribuir para uma alta do preço de energia de longo prazo.

Dentre as empresas listadas do setor, optamos por privilegiar o segmento de distribuição, uma vez que ele não é atingido pelas perdas de GSF que devem continuar penalizando as geradoras ao longo de 2015 e

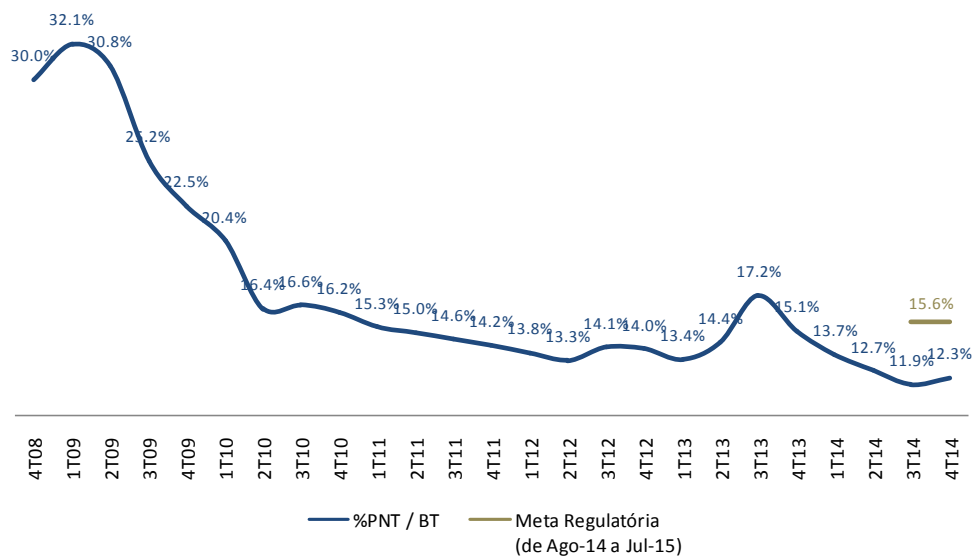
provavelmente também em 2016, com maior ou menor intensidade a depender da próxima estação chuvosa (novembro a março). Apesar da aparente boa vontade demonstrada recentemente por órgãos como ANEEL e MME em se estabelecer alguma ajuda para a geração, o fato é que a distribuição: (i) não tem exposição relevante ao GSF (a exposição das cotas de Itaipú e da Lei 12.783 já está contemplada nas tarifas); e (ii) conta com segurança regulatória e jurídica quanto a possíveis perdas no caso de racionamento.

Nossa maior posição no setor é Equatorial Energia (EQL3). Além de se tratar de uma empresa de distribuição, ela é um *case* de *turnaround* operacional que representa, na nossa opinião, um elevado potencial de valorização para as ações. Outros elementos que dão suporte a essa visão são:

- **Gestão e alinhamento com minoritários.** A qualidade de gestão comprovada pelo histórico de *turnaround* da Cemar (impressionante curva de redução de perdas, abaixo), fez da Equatorial uma das empresas mais bem vistas pelo regulador. Além disso, sendo uma empresa de capital privado com controle pulverizado (única *corporation* no setor), a Equatorial passa segurança quanto a disciplina de capital e foco em resultado como nenhuma outra elétrica brasileira.
- **Aumento da base de ativos regulatórios da Celpa.** A 3ª revisão tarifária da Celpa, primeira desde que a concessionária foi adquirida pela Equatorial, ocorrerá no próximo mês de julho (aplicada às tarifas a partir de agosto), e deverá trazer um significativo aumento na base de remuneração regulatória da companhia. Além do expressivo volume de investimentos realizados na gestão anterior (Grupo Rede) e que não entraram na base na revisão tarifária de 2011 (pois os ativos não foram energizados a tempo), acreditamos que a maior eficiência na gestão de capex pela Equatorial renderá bons frutos na revisão deste ano. Soma-se a isso a maior necessidade de investimentos futuros das concessionárias do norte e nordeste, o que deverá representar maior crescimento de suas bases de ativos.
- **Oportunidade de crescimento: aquisição das distribuidoras da Eletrobrás.** Dado seu expertise em *turnaround* de distribuidoras e sua presença nas regiões norte e nordeste, a Equatorial é certamente uma das mais bem posicionadas para adquirir as distribuidoras da Eletrobrás, cuja privatização é seriamente considerada pelo governo.
- **Menor risco de racionamento nas regiões norte e nordeste.** Por estarem localizadas nestas regiões, as duas concessionárias de distribuição da Equatorial, Cemar e Celpa, estão expostas a um risco menor de racionamento. Isso ocorre devido a restrições da rede de transmissão que tornam a região mais superavitária em energia.

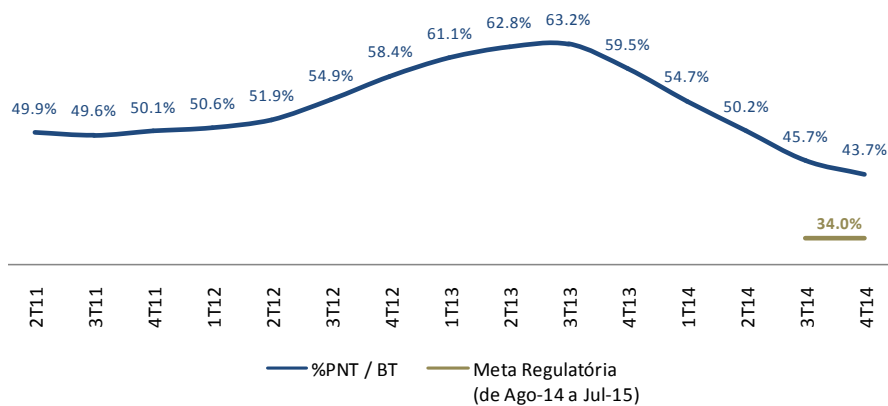
### Cemar: expressiva redução de perdas na gestão Equatorial

Perdas não-técnicas sobre o mercado de baixa tensão (últimos 12 meses)



### Celipa: grande potencial de redução de perdas

Perdas não técnicas sobre o mercado de baixa tensão (últimos 12 meses)



### RENTABILIDADES

| Fundos                                   | Início    | Rentabilidades |        | % do Benchmark |           |
|--|-----------|----------------|--------|----------------|-----------|
|  |           | mar/15         | 2015   | mar/15         | 2015      |
| <a href="#">QUEST AÇÕES FIC FIA</a>      | 01-jun-05 | 1,92%          | 2,35%  | 2,8 p.p.       | 0,1 p.p.  |
| <a href="#">QUEST SMALL CAPS FIC FIA</a> | 30-dez-09 | 3,63%          | -4,07% | 2,7 p.p.       | 2,2 p.p.  |
| <a href="#">QUEST TOP FIC FIA</a>        | 18-out-11 | 3,69%          | -5,66% | 4,2 p.p.       | -8,0 p.p. |
| <a href="#">QUEST EQUITY HEDGE FIM</a>   | 30-nov-07 | 1,82%          | 1,18%  | 176%           | 42%       |
| <a href="#">QUEST TOTAL RETURN FIA</a>   | 23-jan-12 | 2,35%          | 0,64%  | 227%           | 23%       |
| <a href="#">QUEST YIELD</a>              | 20-set-12 | 0,74%          | 2,50%  | 71%            | 89%       |
| <a href="#">QUEST MULTI FIC FIM</a>      | 13-set-13 | 1,64%          | 2,64%  | 159%           | 94%       |

| Índices         | mar/15 | 2015   |
|-----------------|--------|--------|
| CDI             | 1,03%  | 2,81%  |
| Dólar (Ptax)    | 11,46% | 20,77% |
| Ibovespa - Fech | -0,84% | 2,29%  |
| IGPM            | 0,98%  | 2,02%  |
| IBX-100         | -0,51% | 2,38%  |
| IndiceSmallCaps | 0,89%  | -6,26% |

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 QUEST não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A 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 Quest Investimentos Ltda.