

AZQUEST

NOVEMBRO/2024

Carta Mensal

SUMÁRIO

01.	Palavra do Economista	3
02.	Estratégia Macro.....	8
03.	Estratégia de Renda Variável.....	11
04.	Estratégia de Crédito	14
05.	Estratégia de Fundos Sistemáticos	16
06.	Estratégia de Arbitragem.....	19
07.	Fundos Internacionais.....	20
08.	Fundos Alternativos.....	21
09.	Índices de Mercado	22



01. PALAVRA DO ECONOMISTA

Gastos eleitorais nos governos recentes e desestruturação fiscal

Apresentamos aqui um resumo do artigo “**Gastos Públicos nas Tentativas de Reeleição de 2014 e 2022: rumo a uma crise econômica com forte ajuste fiscal em 2027?**”, publicado no blog do Ibre/FGV, que analisa a expansão dos gastos públicos durante as tentativas de reeleição nos governos Dilma 1 e Bolsonaro, assim como documenta o legado fiscal de cada um dos governos desde Dilma 1.

Dilma 1 e Bolsonaro participaram de eleições caracterizadas por disputas acirradas: em 2014, Dilma se reelegeu com 51,6% dos votos válidos; em 2022, Lula venceu Bolsonaro com 50,9% dos votos válidos.

Ao calcular os gastos relacionados à tentativa de reeleição, procuramos levar em conta todos os mecanismos fiscais utilizados em práticas populistas que conseguimos contabilizar, a exemplo do uso de estatais para aumentar a popularidade do governo.

Foram igualmente incluídas duas práticas contábeis que, por vezes, são empregadas para mascarar a situação fiscal: a postergação do pagamento de despesas por meio de restos a pagar e o adiamento do pagamento de precatórios. Juntos, esses elementos são denominados “gastos encobertos”.

Além destes, consideramos também dois gastos já direta ou indiretamente contabilizados pelo próprio governo federal para aferir sua situação fiscal.

O primeiro é o gasto direto, que envolve os desembolsos primários da União registrados no Resultado do Tesouro Nacional (RTN).

O segundo é o gasto indireto, que é registrado no Orçamento de Subsídios da União (OSU), atualmente disponibilizado pelo Ministério do Planejamento. É importante ressaltar que o impacto fiscal das intervenções nas estatais está refletido nos benefícios financeiros e creditícios incluídos no OSU.

Os gastos encobertos durante o governo de Dilma 1 representam 1,7% do PIB, enquanto sob a administração de Bolsonaro, esse valor corresponde a 0,9% do PIB.

Nossa metodologia compara o total de despesas nos dois últimos anos de cada governo com o total no início do mandato (os dois primeiros anos de Dilma e o primeiro ano de Bolsonaro, para evitar usar o segundo ano de Bolsonaro, afetado pela pandemia). Dilma 1 aumentou as despesas “visíveis” em 1,4% do PIB, enquanto Bolsonaro reduziu-as em 0,7% do PIB.

Se somarmos a variação das despesas visíveis aos gastos encobertos, chegamos a um total de 3,1% do PIB para Dilma e 0,2% do PIB para Bolsonaro.

Ou seja, Dilma 1 gastou 2,9% do PIB a mais em sua busca pela reeleição do que Bolsonaro.



Para avaliar a robustez deste resultado, ampliamos o conceito de gastos eleitorais considerando, por exemplo, os subsídios aos combustíveis no mandato de Dilma, a desoneração de ICMS no mandato Bolsonaro, o ajuste contábil decorrente do acordo entre União e o Município de São Paulo em torno da propriedade do Campo de Marte.

Adotamos igualmente a hipótese de que parte do aumento do gasto em Dilma 1 não tinha finalidade eleitoral, e sim respondia a maior preferência dos governos do PT por gastos. Também calculamos a variação do gasto como proporção do PIB potencial e não do PIB observado. Com todos esses ajustes, permaneceu a conclusão de que os gastos em busca de reeleição foram maiores em Dilma 1 que em Bolsonaro.

Após à publicação do artigo no Blog do IBRE, fomos alertados para o fato de não termos considerado o programa de Bolsonaro que ofereceu crédito a empresas em pessoas negativadas (SIM-Digital), que teve alta inadimplência, além do crédito consignado a famílias do Cadastro Único.

O custo fiscal de ambos estaria na casa de R\$ 3 bilhões. Isso também não mudaria a conclusão qualitativa, tendo em vista que teríamos que considerar, também, o Programa Minha Casa Melhor, de Dilma 1, que teve desembolsos, inadimplência e custo fiscal apenas um pouco menores.

Nós igualmente analisamos os mecanismos de intervenção no mercado cambial no período pré-eleitoral. A literatura mostra que é prática comum de governos populistas a sobrevalorização do câmbio em momentos pré-eleitorais, para ajudar a segurar a inflação e aumentar a sensação de bem-estar.

As ações do Banco Central relacionadas ao câmbio não são decididas e divulgadas por um comitê de forma colegiada, como acontece nas decisões sobre política monetária. Por essa razão, as justificativas para uma possível intervenção do Banco Central são menos transparentes. O controle social sobre a política cambial é menor.

Foi significativa a intervenção no mercado de swap cambial ao final do governo Dilma, durante o período pré-eleitoral, algo que não se verificou durante a gestão de Bolsonaro.

Entre 2013 e o terceiro trimestre de 2014, sem a independência do Banco Central (BC), os swaps cambiais aumentaram de 0% para 4% do PIB, ajudando a mitigar a desvalorização do real, que passou de R\$ 2,0 para R\$ 2,3 por dólar.

O elevado déficit de transações correntes indicava que não havia necessidade de políticas para conter a desvalorização da moeda, e os fundamentos sugeriam um ajuste maior do real em relação ao dólar.

Em contraste, entre 2021 e 2022, o estoque de swaps cambiais permaneceu praticamente inalterado, refletindo a ausência de razões para a intervenção do BC no câmbio nesse período.

Fica a dúvida se essa distinção significativa no comportamento do Banco Central entre os dois períodos pode ser atribuída à aprovação da independência da instituição no governo Bolsonaro, após mais de vinte anos de debates a respeito.



Por fim, fizemos uma avaliação da herança da política fiscal do governo Bolsonaro em comparação com as administrações anteriores, que levou em conta o resultado fiscal estrutural calculado pela Instituição Fiscal Independente (IFI) e os "gastos encobertos".

O governo Dilma 1 deixou um déficit primário estrutural de 1,8% do PIB e um gasto encoberto de 1,7% do PIB, somando um déficit de 3,5% do PIB.

Ao final do Governo Temer, o déficit fiscal estrutural era de 1,8% do PIB, mitigados por gastos encobertos que representavam -0,6% do PIB (houve muita redução de restos a pagar no período), o que melhorava a situação estrutural em relação à herança deixada por Dilma 1, reduzindo o desafio fiscal de 3,5% do PIB para 1,2% do PIB.

Por sua vez, ao finalizar seu mandato, Bolsonaro entregou o governo com um superávit estrutural de 0,2% do PIB, mas com gastos encobertos de 0,9% do PIB, resultando em um desafio fiscal de 0,7% do PIB, menor que os 1,2% deixados por Temer.

A administração Lula 3 quebrou esse padrão de melhoria contínua das contas estruturais ao optar por um aumento significativo nos gastos públicos, elevando-os permanentemente de 18,1% do PIB herdados de Bolsonaro para 19% do PIB, conforme as estimativas de mercado divulgadas no Prisma Fiscal.

Além disso, há indícios de que esse nível de despesas possa chegar a 20% do PIB, o que tende a agravar, em vez de mitigar, nosso desafio fiscal. Isso se deve tanto aos discursos emanados do Planalto quanto às diversas iniciativas de política parafiscal, que relembram as mesmas ações implementadas durante o governo Dilma.

Assim, nosso texto conclui que a recente deterioração fiscal, que resultou em uma piora acentuada no apreçamento dos ativos domésticos, é atribuída a decisões relacionadas à expansão da despesa primária em Lula 3, muitas sem a transparência adequada.

O Ministro Fernando Haddad afirma que o problema da despesa elevada é herança do Governo Bolsonaro. Em suas entrevistas, ele costuma mencionar três principais exemplos: (i) a ampliação do Bolsa Família, que aumentou de 0,5% do PIB (antes da pandemia) para o vigente 1,5% do PIB; (ii) o aumento das despesas com a complementação federal do FUNDEB, que devem passar de R\$ 15 bilhões (0,15% do PIB) em 2020 para cerca de R\$ 65 bilhões por ano (0,5% do PIB) em 2026; (iii) a expansão das emendas obrigatórias, que subiram de 0,04% do PIB em 2015 para 0,32% do PIB em 2023.

O fato é que essas despesas já existiam durante o governo Bolsonaro. Ou seja, o gasto primário de 18,1% do PIB legados por Bolsonaro incluía estas despesas.

O motivo para tais despesas caberem no orçamento é que, na mesma época, o salário-mínimo era corrigido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), enquanto as despesas com saúde e educação eram, em grande parte, ajustadas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Dessa forma, o governo Bolsonaro fez uma escolha que gerou espaço fiscal de cerca de 1 ponto percentual do PIB em quatro anos, acomodando a elevação de despesa



mencionada pelo ministro Haddad. Pode ter sido uma escolha ruim. Talvez tenha sido ela que gerou a derrota eleitoral de Bolsonaro. Mas houve uma escolha.

O governo Lula 3 adotou reajustes reais para o salário-mínimo e os gastos em saúde e educação, baseando-se na variação do PIB e da receita corrente, em vez do crescimento real zero anterior. Logo, Lula não fez escolhas.

Busca-se amenizar o aumento das despesas com maiores receitas. De acordo com o Prisma Fiscal, a receita líquida de transferências projetada pelo mercado já atinge 18,4% do PIB para 2025 e 2026, representando 1% do PIB a mais em comparação com a estimativa de dois anos atrás.

Contudo, existe certo ceticismo quanto a isso, dado que estamos no auge do ciclo econômico, fase em que, normalmente, a arrecadação tende a ser superior à média do ciclo.

Logo, estamos numa situação em que o mercado estima uma despesa em torno de 19% do PIB e uma receita de 18,4% do PIB, ou seja, um déficit primário estrutural permanente, com uma perspectiva de dívida pública crescente ao longo do tempo, chegando a aproximadamente 84% do PIB em 2026.

Por conseguinte, enquanto o presidente Lula e sua equipe não adotarem medidas estruturais para conter a expansão das despesas, como uma reforma das despesas obrigatórias que represente entre 0,5% e 0,7% do PIB, desvinculando benefícios previdenciários e assistenciais do salário-mínimo e eliminando a indexação de gastos em saúde e educação à receita tributária, a deterioração no apreçamento dos ativos persistirá.

Essas ações representam o mínimo necessário, alinhando-se ao que propõe a PEC apresentada pelos deputados Pedro Paulo (PSD-RJ), Kim Kataguirí (União-SP) e Júlio Lopes (PP-RJ). O governo deixou escapar a oportunidade de tomar essa decisão na semana passada.

Em vez de propor uma reforma significativa nas despesas obrigatórias, apresentou uma agenda acertada de aumento de impostos para as camadas mais altas da sociedade. No entanto, essa medida não foi direcionada para corrigir nosso desequilíbrio fiscal ou aliviar a pesada carga tributária sobre o consumo, que recai desproporcionalmente sobre os mais pobres. Em vez disso, a receita foi destinada a financiar uma renúncia fiscal no Imposto de Renda para a classe média, com isenção de até R\$ 5.000, configurando uma clara ação de populismo político.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, as famílias de classe média no Brasil possuem uma renda domiciliar per capita que varia entre R\$ 1.926 e R\$ 8.303 mensais. Assim, a isenção fiscal sugerida no Imposto de Renda beneficiaria quase toda a classe média brasileira, o que vai de encontro à experiência internacional e ao princípio da reforma tributária, que busca aumentar a carga tributária sobre a renda e diminuí-la sobre o consumo.



Estatisticamente, e considerando práticas globais, seria mais coerente que o governo reduzisse o limite de isenção do IR em vez de ampliá-lo, ajustando-o de forma a garantir maior progressividade tributária e equilíbrio fiscal.

Diante do cenário apresentado, torna-se evidente o motivo da péssima recepção do pacote fiscal pelo mercado financeiro. O pacote não apenas se mostrou insuficiente para eliminar o déficit primário identificado pelo mercado em um contexto de dívida pública crescente, como também incluiu uma proposta de reforma no IR marcada por apelo populista.

Com o agravamento do ambiente econômico, o papel do Congresso Nacional torna-se crucial. A aprovação da referida PEC não apenas permitiria zerar o déficit primário, mas também asseguraria a estabilização da dívida pública nos próximos anos.

Isso afastaria o país da necessidade de discutir um ajuste fiscal ainda mais rigoroso em 2027, início do próximo mandato presidencial, em condições econômicas potencialmente adversas e diante do risco de retorno ao debate sobre dominância fiscal.

Será que o Congresso Nacional colocará em votação a referida PEC e a aprovará, contribuindo para o fortalecimento do câmbio e a diminuição dos juros?

Para ler o artigo publicado no IBRE/FGV completo clique [aqui](#).

Por Alexandre Manoel (Economista-Chefe da AZ Quest), Marcos Lisboa, Marcos Mendes e Samuel Pessôa.



02. ESTRATÉGIA MACRO

Em novembro, o principal destaque nos EUA foi a reunião de política monetária do Fed (Banco Central dos Estados Unidos da América), que resultou em um corte de 25 bps na taxa de juros, reduzindo-a para 4,625%. A comunicação do Fed também transmitiu um tom mais confiante em relação à desaceleração dos dados econômicos. O dado de emprego de outubro, divulgado pouco antes da reunião, mostrou um quadro mais incerto, impactado pelos efeitos do furacão, com um número de 12 mil postos de trabalho. No entanto, considerando o impacto estimado de aproximadamente 100 mil empregos devido ao furacão e às greves, o número ajustado seria de 112 mil. Além disso, destacam-se os dados de inflação de outubro. O CPI (Índice de Preços ao Consumidor) veio em linha com as expectativas, com o *Headline* (índice cheio) em 0,24% MoM (mensal) e 2,60% YoY (anual), e o *Core* (núcleo) em 0,28% MoM e 3,33% YoY. Por outro lado, o PPI (Índice de Preços ao Produtor) surpreendeu, apresentando um crescimento de 0,20% MoM e 2,41% YoY, o que impulsionou o PCE (Índice de Gasto com Consumo Pessoal) para cima, principalmente devido ao aumento nos serviços financeiros e de transporte.

Na Europa, os destaques foram os dados de inflação e atividade. Na Zona do Euro, a prévia da inflação de novembro registrou uma alta de 2,28% YoY no *Headline* e 2,74% YoY no *Core*, acelerando em relação ao dado anterior, principalmente devido à energia e ao componente de bens. No Reino Unido, a inflação seguiu a mesma tendência, com o *Headline* em 2,28% YoY e o *Core* em 3,31% YoY, com tanto serviços quanto bens mostrando números mais fortes. Em relação à atividade, o PIB do Reino Unido no terceiro trimestre surpreendeu positivamente, com uma alta de 1% YoY e 0,10% QoQ (trimestral).

Na Ásia, o foco esteve nos dados de atividade na China e na inflação no Japão. Na China, as Vendas no Varejo de outubro superaram as expectativas, com um crescimento de 4,76%, e os dados do PMI também indicaram uma recuperação na atividade econômica. No Japão, os dados de inflação de Tóquio para novembro mostraram um leve aumento, com o *Headline* em 2,63% YoY e o *Core* oficial (excluindo alimentos frescos) em 2,17% YoY, ambos acelerando em relação ao mês anterior.

No Brasil, o pacote fiscal do governo frustrou as expectativas do mercado, apresentando medidas insuficientes para garantir o equilíbrio das contas públicas. Somado a uma piora nas perspectivas fiscais, a atividade econômica permanece robusta, especialmente no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego em 6,2%, o menor nível da série histórica. O cenário inflacionário também se deteriorou, principalmente no setor de alimentação. Nossa projeção para o IPCA de 2024 foi ajustada de 4,7% para 4,8%, e para 2025, de 3,6% para 4,2%. O balanço de risco é assimétrico para cima em ambos os casos. Diante desse cenário, o Banco Central deve acelerar o ritmo de alta da Selic, com um aumento de 0,75 p.p. já na próxima reunião, mantendo esse ritmo até ultrapassar os 13,00% na taxa terminal, a fim de reancorar as expectativas de inflação e conter a depreciação da moeda.

No mês de novembro, o *book* de Bolsa Local registrou resultado positivo com posições compradas em Ibovespa, ITUB4 e PETR4, que foram mantidas ao longo da primeira



quinzena do mês. A alocação em Bolsas Internacionais teve o melhor desempenho, com posições compradas nas bolsas americanas (S&P, Nasdaq, Russell e índices setoriais).

O desempenho em Juros Locais foi negativo, devido às posições doadas ao longo da curva de juros pré-fixados. O book de Juros Internacionais, por outro lado, obteve resultado positivo, com posições inicialmente tomadas e posteriormente doadas nos SOFRs (taxa de financiamento garantida *overnight* nos EUA, usada como referência para empréstimos) de até 1 ano, posição comprada na *Treasury* de 2 anos, posição doada nas *Treasuries* de 5 anos e posição comprada na *Treasury* de 10 anos.

Em Moedas tivemos um resultado levemente negativo, com posições vendidas em BRL, CNH (Yuan chinês) e EUR, e compradas em AUD (Dólar australiano). Em *Commodities*, o resultado também foi levemente negativo, com uma posição pequena comprada em Ouro e em Gás Natural.

Por fim, a estratégia de Valor Relativo apresentou um resultado levemente positivo, com a compra do dólar americano contra uma cesta de moedas, compra de ativos de risco americanos e compra de títulos públicos americanos.

O **AZ Quest Multi** encerrou o mês de setembro com resultado de 0,13%, o **AZ Quest Multi Max** com -0,47% e o fundo **AZ Quest Multi PWR**, versão arrojada da estratégia Macro, encerrou o mês com -1,05%.



Performance dos Fundos

	Mês	Ano	Rentabilidade			PL (R\$ mi)	Início do Fundo
			12M	24M	Início		
AZ Quest Multi	0,13%	3,89%	5,45%	18,94%	190,21%	70	13/09/2013
% CDI	17%	39%	50%	74%	110%		
AZ Quest Multi Max	-0,47%	-0,87%	1,32%	14,83%	93,11%	177	24/02/2017
% CDI	-	-	12%	58%	113%		
AZ Quest Multi PWR	-1,05%	-5,11%	-2,38%	11,00%	24,03%	44	31/08/2021
% CDI	-	-	-	43%	56%		
AZ Quest Yield	0,02%	5,40%	6,68%	21,73%	174,08%	44	20/09/2012
% CDI	3%	55%	62%	85%	91%		

Versões Previdenciárias

AZ Quest Icatu Multi Prev	0,10%	3,18%	4,62%	17,25%	116,84%	74	22/04/2015
% CDI	12%	32%	43%	67%	89%		
AZ Quest Multi Max Prev XP Quali II	-0,61%	-0,82%	1,14%	14,37%	28,11%	39	14/10/2021
% CDI	-	-	11%	56%	67%		
AZ Quest Inflação Ativo Prev I	-0,18%	-3,02%	-0,03%	11,18%	20,24%	16	28/02/2020
(-) IMA-B	-0,2 p.p.	-3,2 p.p.	-3,0 p.p.	-4,9 p.p.	-8,8 p.p.		

Para mais informações dos fundos da estratégia Macro da AZ Quest, acesse o link a seguir: <https://azquest.com.br/fundos.php>



03. ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Em novembro, as principais bolsas americanas registraram alta, impulsionadas pelos resultados das eleições nos Estados Unidos, que reduziram as incertezas de curto prazo. Além disso, dados macroeconômicos em linha com as expectativas de mercado sustentaram o cenário de uma economia americana resiliente.

Durante o mês, o S&P 500 teve uma valorização de 5,73%. O índice Nasdaq, que concentra ações de tecnologia, subiu 5,23%, enquanto o Dow Jones registrou um aumento de 7,54%.

Na China, a bolsa apresentou queda de 3,9%, com o mercado preocupado com o risco de novas taxações a produtos chineses que possam ser implementadas pelo novo governo de Donald Trump nos EUA.

No Brasil, o Ibovespa recuou 3,12% em novembro, impactado principalmente por uma performance negativa na última semana do mês (-2,68%), em meio a preocupações fiscais exacerbadas pelo anúncio do pacote de gastos do governo. O mercado reagiu de forma negativa às medidas propostas, consideradas insuficientes para conter o crescimento da dívida pública, especialmente em razão da inclusão de mudanças como a ampliação da faixa de isenção do Imposto de Renda para rendas de até R\$ 5 mil, cuja compensação fiscal ainda gera dúvidas. Esse cenário pressionou o câmbio, com o dólar ultrapassando pela primeira vez os R\$ 6, e impulsionou a curva de juros futuros, refletindo uma maior percepção de risco. Além disso, na reunião de novembro, o Copom elevou a taxa Selic em 50 pontos-base, para 11,25% ao ano, com o objetivo de conter a deterioração das expectativas de inflação, que continuam a se afastar das metas. No entanto, o mercado já projeta uma aceleração no ritmo de aumento da Selic, com expectativas de elevação entre 75 e 100 pontos-base na próxima reunião de dezembro, o que evidencia a complexidade do cenário econômico brasileiro.

O **AZ Quest Total Return** registrou uma alta de 2,62% em novembro, equivalente a 332% do CDI. No acumulado do ano, o fundo é destaque na indústria, com um retorno de 17,51%, ou 178% do CDI.

O desempenho positivo no mês foi impulsionado principalmente pelos setores de Varejo, Telecomunicações & TI e Bancos. Por outro lado, o único setor com retorno negativo no período foi o de Proteínas, impactando marginalmente o resultado geral.

Atualmente, o fundo mantém uma exposição líquida comprada, com alocações predominantes nos setores de Telecom & IT, Bancos e Utilidade Pública. As posições vendidas concentram-se nos setores de Varejo, Assistência Médica e Transportes, refletindo uma estratégia balanceada para maximizar ganhos enquanto protege o portfólio.

O **AZ Quest Top Long Biased** encerrou o mês com um retorno expressivo de 4,27%, superando amplamente seu *benchmark*, o IBX-100, que recuou -2,91% no mesmo período. No acumulado do ano, o fundo registra uma performance de 10,70%, superando o IBX-100 em 16,3 pontos percentuais, já que o índice apresenta um retorno de -0,40%.



O desempenho superior no mês foi impulsionado principalmente pela forte contribuição de empresas dos setores de Telecomunicações & TI, Varejo e Bens de Capital. Por outro lado, os setores de Utilidade Pública e Proteínas impactaram negativamente os resultados.

Atualmente, mantemos maior exposição comprada nos setores de Telecom & IT, Bancos e Bens de Capital, enquanto as principais posições vendidas estão concentradas em Assistência Médica, Transportes e Educação. Nossa alocação reflete uma estratégia seletiva, voltada para setores com maior potencial de valorização e proteção contra riscos específicos.

O **AZ Quest Small Mid Caps** fechou o mês com um retorno de -1,40%, enquanto o Índice de Small Caps recuou -4,48% no mesmo período. Em 12 meses, o fundo registra um retorno de 5,22%, desempenho 18,2 p.p. superior ao do *benchmark*, que apresenta uma queda acentuada de -12,93%.

Em termos de contribuição para o desempenho do portfólio, os setores de Bancos, Construção Civil e Energia Elétrica foram os principais detratores em novembro. Por outro lado, os setores de Bens de Capital, Proteína e Logística apresentaram retornos positivos, ajudando a mitigar parcialmente as perdas do fundo.

O fundo segue com uma maior exposição nos setores de Bens de Capital, Utilidade Pública e Logística, seguindo nossa estratégia de investimento e análise de oportunidades nesses segmentos.

O **AZ Quest Ações** encerrou o mês com uma queda de -3,37%, enquanto o Ibovespa recuou -3,12% no mesmo período. Em 12 meses, o fundo registra um retorno de 2,67%, desempenho 4,0 p.p. superior ao do Ibovespa, que performou no período -1,31%.

Em termos de contribuição para o desempenho do portfólio, os setores de Bancos, Varejo e Construção Civil foram os principais detratores em novembro. Por outro lado, os setores de Bens de Capital, Proteína e Petróleo & Petroquímica apresentaram retornos positivos, ajudando a mitigar parcialmente as perdas do fundo.

O fundo segue com uma maior exposição nos setores de Bens de Capital, Bancos e Energia Elétrica, seguindo nossa estratégia de investimento e análise de oportunidades nesses segmentos.



Performance dos Fundos

	Mês	Ano	Rentabilidade		Início	PL (R\$ mi)	Início do Fundo
			12M	24M			
AZ Quest Total Return	2,62%	17,51%	19,20%	38,77%	305,38%	75	23/01/2012
% CDI	332%	178%	177%	152%	146%		
AZ Quest Top Long Biased	4,27%	10,70%	15,43%	37,16%	417,28%	167	18/10/2011
(-) IBX-100	7,2 p.p.	16,3 p.p.	15,8 p.p.	25,7 p.p.	232,2 p.p.		
AZ Quest Small Mid Caps	-1,40%	-0,02%	5,22%	13,19%	556,02%	751	30/12/2009
(-) SMLL	3,1 p.p.	18,6 p.p.	18,2 p.p.	20,8 p.p.	492,7 p.p.		
AZ Quest Ações	-3,37%	-2,63%	2,67%	9,19%	1.229,30%	176	01/06/2005
(-) Ibovespa	-0,2 p.p.	3,7 p.p.	4,0 p.p.	-2,5 p.p.	845,0 p.p.		

Versão Previdenciária

AZ Quest XP Small Mid Caps Prev Master	-0,15%	0,34%	5,45%	13,15%	7,53%	5	31/05/2022
(-) SMLL	4,3 p.p.	19,0 p.p.	18,4 p.p.	20,8 p.p.	23,2 p.p.		

Para mais informações dos fundos da estratégia de Renda Variável da AZ Quest, acesse o link a seguir:

<https://azquest.com.br/fundos.php>



04. ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

O mercado de crédito local foi pouco impactado pela turbulência observada nos mercados de risco (ações, câmbio e juros) decorrente do cenário político e macroeconômico de novembro. O mercado primário permaneceu ativo, ainda que com intensidade ligeiramente menor em relação aos meses anteriores.

No mercado secundário, a liquidez manteve-se saudável, enquanto os *spreads* de crédito apresentaram estabilidade no consolidado, refletindo pequenas oscilações de abertura e fechamento que praticamente se compensaram. Em nossos mandatos, a composição da carteira foi tal que esses movimentos nos *spreads* contribuíram positivamente para as diversas estratégias dos fundos.

Em novembro, o **AZ Quest Luce II** registrou um rendimento de 0,84%, resultado acima da rentabilidade-alvo de longo prazo pensada para o fundo. As diversas estratégias apresentaram bons resultados, com destaque para a carteira de debêntures CDI. A carteira está 57% alocada, sendo 41% em debêntures. Os setores de maior alocação incluem Elétricas, Bancos e Saneamento.

O **AZ Quest Valore** teve um rendimento de 0,83% no mês, resultado em linha com a rentabilidade-alvo de longo prazo pensada para o fundo. As diversas estratégias apresentaram bons resultados, com destaque para a carteira de debêntures CDI. O portfólio do fundo está 54% alocado, sendo 36% em debêntures. As maiores alocações estão nos setores de Bancos, Elétricas e Telecomunicações.

O **AZ Quest Altro** apresentou um rendimento de 1,02% em novembro, resultado acima da rentabilidade-alvo de longo prazo pensada para o fundo. A parcela *offshore* foi destaque positivo, ganhamos tanto nas posições de *bonds* quanto de derivativos. No mercado local, as diversas estratégias apresentaram bons resultados, com destaque para as carteiras de debêntures CDI e debêntures hedgeadas. A carteira do fundo está 90% alocada em ativos, sendo 62% em debêntures. Os setores com maior alocação são Elétricas, Bancos e Saneamento.

Adicionalmente, o **AZ Quest Supra** teve um rendimento de 1,09% no mês, resultado em linha com a rentabilidade-alvo de longo prazo pensada para o fundo. A parcela *offshore* foi destaque positivo, ganhamos tanto nas posições de *bonds* quanto de derivativos. No mercado local, as diversas estratégias apresentaram bons resultados, com destaque para as carteiras de debentures CDI e debentures hedgeadas. A carteira do fundo possui uma alocação de 102%, sendo 60% em debêntures. As maiores alocações estão nos setores de Elétricas, Bancos e Telecomunicações.

Por fim, o **AZ Quest Debêntures Incentivadas** apresentou um rendimento de 0,39% em novembro, resultado acima do IMA-B5 (+0,36%). A rentabilidade nominal foi impactada negativamente pela forte abertura da curva de juros reais no mês. Em relação ao *benchmark*, perdemos no posicionamento relativo entre os vértices da curva de juros real (Efeito Curva) e ganhamos com o Efeito Crédito. Nesse mês, observamos mais aberturas de *spread* de crédito no mercado de debêntures incentivadas, sendo que a composição



do nosso portfólio levou a um retorno positivo da parcela de crédito. A carteira do fundo está com 101% do patrimônio alocado, com maior exposição aos setores de Elétricas, Rodovias e Telecomunicações.

Performance dos Fundos

	Rentabilidade					PL (R\$ mi)	Início do Fundo
	Mês	Ano	12M	24M	Início		
AZ Quest Luce	0,87%	11,70%	12,90%	28,42%	122,40%	1.923	11/12/2015
% CDI	109%	119%	119%	111%	108%		
AZ Quest Luce II	0,84%	11,39%	12,56%	-	15,41%	679	27/09/2023
% CDI	107%	116%	116%	-	118%		
AZ Quest Valore	0,83%	11,58%	12,96%	27,83%	73,00%	4.656	26/12/2017
% CDI	105%	118%	120%	109%	106%		
AZ Quest Altro	1,02%	12,50%	13,88%	28,72%	137,38%	903	15/12/2015
% CDI	129%	127%	128%	112%	122%		
AZ Quest Supra	1,09%	13,13%	14,60%	30,62%	69,95%	291	15/06/2020
% CDI	137%	133%	135%	120%	148%		
AZ Quest Debêntures incentivadas	0,39%	10,78%	13,22%	25,18%	119,74%	447	06/09/2016
(-) IMA-B 5	0,0 p.p.	4,3 p.p.	5,2 p.p.	4,7 p.p.	6,0 p.p.		

Versões Previdenciárias

AZ Quest Prev Icatu Luce	0,81%	11,13%	12,39%	25,89%	96,36%	765	09/09/2016
% CDI	103%	113%	114%	101%	103%		
AZ Quest Luce Advisory Prev XP Seg Master	0,85%	11,21%	12,43%	-	24,13%	4.605	10/02/2023
% CDI	107%	114%	115%	-	108%		
AZ Quest Altro Prev Master	0,85%	11,10%	12,26%	29,88%	30,99%	1.140	31/10/2022
% CDI	107%	113%	113%	117%	115%		

Para mais informações dos fundos da estratégia de Crédito Privado da AZ Quest, acesse o link a seguir:
<https://azquest.com.br/fundos.php>



05. ESTRATÉGIA DE FUNDOS SISTEMÁTICOS

O mês de novembro foi extremamente positivo para o mercado de ações nos EUA, que registrou os maiores ganhos mensais do ano. O Dow Jones subiu 7,5%, o S&P 500 teve alta de 5,7% e o Nasdaq avançou 5,2%. Os resultados trimestrais divulgados pelas empresas no 3º trimestre de 2024 foram positivos, assim como a eleição de Donald Trump, que favoreceu o mercado em geral, especialmente os setores industriais, de energia e ações como a Tesla.

O dólar se valorizou após os resultados das eleições nos EUA. O Bitcoin (BTC) e o ouro também seguiram com movimentos positivos e relevantes.

No Brasil, o mercado teve um desempenho negativo, especialmente após o anúncio do pacote fiscal do governo durante o feriado de Ação de Graças nos EUA. O Real continuou se desvalorizando ao longo do mês, especialmente nos últimos três dias de novembro, quando o USD/BRL atingiu novas máximas. O aumento dos juros futuros, a desancoragem das expectativas de inflação e a queda acentuada do mercado de ações marcaram o final do mês.

Esse comportamento negativo das expectativas de inflação e dos ativos de risco no Brasil, exacerbado por decisões fiscais erradas e erráticas do governo, contrasta com a economia real, que segue demonstrando bom desempenho. Os resultados do 3º trimestre de 2024 das empresas listadas no Brasil apresentaram aumento de 11% em receita, 8% em EBITDA e 33% em lucro por ação, medido em Real. Naturalmente, as mesmas variações em dólares não foram tão positivas (-2%, -5%, +17%), o que é esperado, dado que o Real se desvalorizou consideravelmente em 2024 (-20%).

Os fatores de risco *Long Only* (LO) vinham apresentando recuperação moderada até o dia anterior ao anúncio do pacote fiscal (26 de novembro de 2024), com Técnico (+1,4%), Crescimento (+1,8%), Valor (+1,65%), Qualidade (+0,9%) e Risco (0%). A partir de 27 de novembro, com o vazamento das medidas fiscais antes do anúncio oficial, houve uma reversão significativa nos fatores de risco, que fecharam o mês de novembro com as seguintes variações: Técnico (-2,8%), Crescimento (-5%), Valor (-4%), Risco (-3%) e Qualidade (-3,7%).

Em relação aos fatores de risco *Long Short* (LS), o evento negativo acabou beneficiando a parte *short* do modelo. Algumas famílias, como Técnico (+2%) e Qualidade (+1,7%), fecharam o mês com performance positiva, enquanto o modelo LS, de forma geral, apresentou performance neutra no mês.

Para os próximos meses, o cenário econômico dos EUA, com a continuidade da alta dos juros, dependerá das medidas fiscais do novo governo e da evolução da inflação e do emprego. As decisões do governo dos EUA terão grande impacto nos ativos globais. Já a perspectiva para a China e os países emergentes, como o México, é negativa, com riscos não totalmente definidos.



No Brasil, a dinâmica dos ativos reflete a situação fiscal, com políticas econômicas do governo atual sendo questionadas. Propostas no Congresso buscam ajustar os cortes de gastos e restaurar a credibilidade, enquanto o Banco Central pode aumentar a taxa de juros para controlar a inflação. Se a depreciação do Real for controlada, a recuperação dos ativos de risco pode ocorrer no primeiro semestre de 2025.

Em relação aos fatores de risco de ações no Brasil provavelmente continuarão com um comportamento mais favorável aos fatores *Long Short* em relação aos fatores *Long Only*. Dentro das famílias, a dinâmica será mais favorável para as famílias defensivas, como Qualidade e Baixo Risco. Técnico (Momentum) se ajusta para um cenário mais volátil. Até que a dinâmica macro se estabilize, o comportamento das famílias de Crescimento e Valor provavelmente será afetado.

O **AZ Quest Bayes Sistemático Ações** encerrou o mês com um desempenho de -2,71%, superior ao Ibovespa, que caiu -3,12% no período. No acumulado do ano, o fundo está em -7,9%, frente ao desempenho do Ibovespa, que registra -6,3%. Desde seu lançamento em julho de 2020, o fundo acumula um retorno de +35,5%, superando o Ibovespa, que apresentou +19% no mesmo período.

O fundo mantém seu padrão de oscilação inferior ao do Ibovespa na maior parte dos períodos, apresentando um beta de 0,8 e com um *tracking error* (volatilidade relativa ao *benchmark*) em torno de 9%.

O **AZ Quest Bayes Long Biased Sistemático** encerrou novembro com variação de -2,40%, superando o desempenho do Ibovespa (-3,12%), mas abaixo do IMA-B 5+ (-0,23%). Desde seu início em maio de 2020, o fundo apresenta uma performance de 67,2%, superando seu *benchmark* (IMA-B 5+) em mais de 41 pontos percentuais.

No momento, o AZ Quest Bayes Long Biased apresenta uma exposição bruta de aproximadamente 159% e uma exposição líquida de cerca de 76%, posicionando-se de forma balanceada entre estratégias direcional e relativa. Acreditamos que, no cenário atual, a exposição às estratégias LS continuará sendo um diferencial importante para o desempenho do fundo.

O **AZ Quest Bayes Long Short Sistemático** encerrou o mês com uma variação de -0,40%. No acumulado do ano, mesmo com o cenário adverso no mercado acionário brasileiro, o fundo apresenta uma performance positiva de 1,78%, enquanto os principais índices como Ibovespa, Small Caps e IBX apresentam retornos negativos de -6,35%, -18,66% e -5,57% respectivamente.

O fundo segue com sua estratégia descorrelacionada, buscando capturar o prêmio dos rankings dos indicadores (fatores) sem exposição ao mercado. Essa é a versão mais antiga da estratégia de fatores de risco utilizada pela Bayes.



Performance dos Fundos

	Mês	Ano	Rentabilidade		Início	PL (R\$ mi)	Início do Fundo
			12M	24M			
AZ Quest Bayes Sistemático Ações	-2,71%	-7,89%	-1,35%	17,74%	35,52%	207	29/07/2020
(-) Ibovespa	0,4 p.p.	-1,5 p.p.	0,0 p.p.	6,0 p.p.	16,5 p.p.		
AZ Quest Bayes Long Biased Sistemático	-2,40%	-7,11%	-2,73%	13,37%	67,16%	27	29/05/2020
(-) IMA-B 5+	-2,2 p.p.	-2,7 p.p.	-2,0 p.p.	0,8 p.p.	41,2 p.p.		
AZ Quest Bayes Long Short Sistemático	-0,40%	1,78%	3,60%	20,08%	27,17%	93	29/07/2022
% CDI	-	18%	33%	79%	88%		

Para mais informações dos fundos da estratégia de fundos Sistemáticos da AZ Quest, acesse o link a seguir:
<https://azquest.com.br/fundos.php>



06. ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM

O **AZ Quest Low Vol**, destaque em nossa grade de fundos por sua consistência de performance, encerrou o mês com um retorno de 0,84%, equivalente a 106% do CDI, ficando acima de seu *benchmark*. Esse desempenho já era esperado devido à decisão estratégica do gestor de realizar operações que geraram uma pequena perda em outubro, mas que seriam compensadas a partir de novembro. Nos últimos 12 meses, o fundo acumula uma rentabilidade de 11,55%, o que representa 107% do CDI.

Ao mesmo tempo, o fundo **AZ Quest Termo**, teve seu desempenho marcado pela volatilidade no mercado de crédito privado e pelo aumento de liquidez em renda variável, resultando em um retorno de 0,79% no mês (100% do CDI). Em 12 meses, o fundo apresenta um retorno acumulado de 10,82%, o equivalente a 100% do CDI. Esse resultado é condizente com a rentabilidade-alvo do fundo, reforçando seu potencial de estabilidade e proteção contra oscilações de mercado.

Performance dos Fundos

	Mês	Ano	Rentabilidade		Início	PL (R\$ mi)	Início do Fundo
			12M	24M			
AZ Quest Low Vol	0,84%	10,10%	11,55%	26,78%	391,81%	1.877	28/11/2008
% CDI	106%	102%	107%	105%	121%		
AZ Quest Termo	0,79%	9,82%	10,82%	25,30%	130,70%	350	03/08/2015
% CDI	100%	100%	100%	99%	106%		

Para mais informações dos fundos da estratégia de Arbitragem da AZ Quest, acesse o link a seguir: <https://azquest.com.br/fundos.php>



07. FUNDOS INTERNACIONAIS

Performance dos Fundos

	Mês	Ano	Rentabilidade		Início	PL (R\$ mi)	Início do Fundo
			12M	24M			
AZ Quest Azimut Borletti Global Lifestyle	-0,19%	6,38%	11,67%	-	19,11%	16	31/03/2023
AZ Quest Azimut Equity Allocation Trend	-0,25%	13,71%	20,43%	-	41,52%	20	29/12/2022
AZ Quest Azimut Allocation Balanced	1,60%	9,80%	12,28%	-	21,04%	21	31/03/2023
AZ Quest Azimut World Minimum Volatility	2,50%	15,96%	19,14%	-	33,08%	17	31/03/2023
AZ Quest Azimut S Hybrids	1,51%	13,91%	19,50%	-	35,86%	28	31/03/2023
AZ Quest Azimut Global Macro Bond	1,11%	9,62%	12,68%	-	28,72%	17	31/03/2023

Para mais informações dos fundos da estratégia de Fundos Internacionais da AZ Quest, acesse o link a seguir:
<https://azquest.com.br/fundos.php>



08. FUNDOS ALTERNATIVOS

Agro

Fundo	Negociação	DY a.m. ¹	DY anualiz. ¹	% CDI no mês ²	Div./Cota	Cota Patrimonial ³	Preço de Fechamento ⁴
AAZQ11	B3	1,35%	19,43%	176%	R\$ 0,095	R\$ 8,65	R\$ 7,05
AZQA11	CETIP	1,11%	15,71%	143%	R\$ 0,11	R\$ 9,94	-

Infraestrutura

Fundo	Negociação	DY a.m. ¹	DY anualiz. ¹	% CDI no mês ²	Div./Cota	Cota Patrimonial ³	Preço de Fechamento ⁴
AZQI11	CETIP	1,24%	17,72%	161%	R\$ 0,125	R\$ 10,10	-
AZIN11	B3	1,30%	18,76%	170%	R\$ 1,30	R\$ 99,64	R\$ 95,13
AZEQ11	CETIP	1,23%	17,54%	159%	R\$ 1,25	R\$ 101,98	-
AZEQ 2	CETIP	1,18%	16,84%	153%	R\$ 1,20	R\$ 101,67	-

Imobiliários

Fundo	Negociação	DY a.m. ¹	DY anualiz. ¹	% CDI no mês ²	Div./Cota	Cota Patrimonial ³	Preço de Fechamento ⁴
AZPR11	CETIP	1,11%	15,80%	143%	R\$ 0,11	R\$ 9,89	-
AZPL11	B3	1,16%	16,55%	150%	R\$ 0,082	-	R\$ 7,06

Para mais informações dos fundos alternativos da AZ Quest, acesse o link a seguir: <https://azquest.com.br/fundos.php>

¹ Cálculo do Dividend Yield, ao mês e anualizado, considerando 252 dias úteis no ano.

² % CDI referente à razão entre o Dividend Yield a.m. em novembro anualizado e a rentabilidade do CDI em novembro anualizada.

³ Cota patrimonial no dia 29/11/2024; Fonte: ANBIMA Data

⁴ Preço de fechamento no dia 29/11/2024; Fonte: Yahoo Finance



09. ÍNDICES DE MERCADO

	Mês	Ano	Rentabilidade		
			12M	24M	36M
CDI	0,79%	9,85%	10,84%	25,58%	40,62%
Ibovespa	-3,12%	-6,35%	-1,31%	11,72%	23,31%
SMLL	-4,48%	-18,66%	-12,93%	-7,61%	-16,01%
IBX-100	-2,91%	-5,57%	-0,40%	11,51%	22,85%
IMA-B	0,02%	0,19%	2,94%	16,04%	23,95%
IMA-B 5	0,36%	6,46%	8,02%	20,49%	32,08%
IMA-B 5+	-0,23%	-4,45%	-0,68%	12,61%	17,33%
Dólar (Ptax)	4,77%	25,04%	22,65%	14,34%	7,72%



Material de Divulgação. 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 cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela AZ 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.

Para consultar todas as informações, características e riscos do investimento de cada um dos fundos mencionados neste material, acesse os dados por meio deste link: <https://azquest.com.br/fundos.php>

O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este material não deverá ser reproduzido, distribuído ou publicado sob qualquer propósito sem autorização da AZ Quest Investimentos. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br

