



RELATÓRIO DE GESTÃO

FUNDOS DE CRÉDITO

Dezembro/2021

Relatório de Gestão – Fundos de Crédito AZ QUEST

Dezembro de 2021

Prezado(a) cotista,

Utilizaremos este espaço como mais uma fonte de informação e troca de ideias com nossos cotistas. Além disso, abordaremos nesta carta mensal os itens relacionados ao desempenho do mercado de crédito e de cada um de nossos fundos no respectivo período. Nossa publicação pode ser lida de forma modular, isto é, o completo entendimento de determinado tópico não dependerá da leitura prévia de outro tópico.

1.1 Contribuição de performance

Em dezembro, as diversas estratégias locais tiveram *performance* muito próxima à de sua rentabilidade intrínseca, não havendo nenhuma carteira que tenha se destacado. Em contrapartida, a carteira *offshore* teve um mês bem positivo e de boa contribuição para os fundos que possuem essa estratégia.

Nas debêntures em CDI, novamente os *spreads* de crédito ficaram oscilando entre estabilidade ou pequenas aberturas. Seguimos com o entendimento de que isso é um movimento técnico e não uma deterioração da qualidade dos balanços das empresas. Havíamos sinalizado em nossa última carta a possibilidade de isso acontecer e ainda seguimos construtivos com a atratividade da classe para o ano de 2022 e com a qualidade dos seus fundamentos de crédito.

Em relação a juros, as curvas (prefixada e real) tiveram o seguinte comportamento: (i) juros reais com abertura significativa dos vértices curtos, precipitando o pico do choque inflacionário seguido de consequente redução da inclinação do restante da curva (*bear flattening*), e (ii) juros nominais com forte fechamento, principalmente nos vértices intermediários. O movimento de reprecificação de ciclo monetário combinado à reprecificação das expectativas de inflação acabou gerando distorções consideráveis ao longo das curvas (prefixada e de juros reais), o que no *net* detraiu uma pequena parcela do resultado das estratégias com risco de mercado.

A carteira de debêntures *hedgeadas* entregou rentabilidade abaixo do seu carregamento de forma geral, mesmo com o fechamento (ainda que pequeno) dos *spreads* de crédito da maior parte dos seus ativos. O impacto do movimento da curva de juros reais, somado a variações na metodologia de *hedge* e à forma como alguns pontos da curva se comportaram, acabou detraindo um pouco de resultado no mês.

O fundo de debêntures incentivadas teve rentabilidade abaixo do seu *benchmark* (IMA-B5) e do CDI. Os movimentos nas curvas de juros mencionados acima acabaram por pesar contra a configuração de cenário de risco que temos para o fundo, reduzindo um pouco sua rentabilidade (Efeito Curva). Já o Efeito Crédito foi positivo devido ao fechamento do *spread* de crédito intenso em alguns ativos da carteira, contudo isso não foi suficiente para compensar o Efeito Curva e os custos do fundo.

Na estratégia *Offshore*, mesmo com a curva de juros americana abrindo ao longo do mês, os *bonds* brasileiros *performaram* consistentemente, devolvendo uma parte das perdas acumuladas desde a metade de setembro. A menor volatilidade no noticiário político, somada a uma redução na liquidez conforme o ano se encerrava, abriu espaço para investidores travarem *spreads* em níveis atrativos em suas carteiras para a virada do ano. Os fundos que contam com essa diversificação tiveram bons retornos advindos tanto da parte de derivativos quanto de *cash*.

1.2 Mercado de crédito e suas perspectivas

Após começar o ano com parte relevante das emissões ficando no balanço dos bancos, o mercado primário ganhou boa tração ao longo de 2021 e chegou ao seu pico no último trimestre. Contudo, em dezembro notamos algum arrefecimento na demanda de ativos primários, provocando inclusive o exercício da garantia firme por parte dos bancos em alguns casos. Em nossa opinião, creditamos isso a um imenso *pipeline* na reta final do ano, com preços sem maior atratividade para o investidor (erros de precificação). Como os fundos continuam captando recursos e precisam alocar, esperamos que o *pipeline* ainda continue ativo, em ritmo mais normalizado, mantendo equilíbrio entre oferta e demanda e preços ajustados a um cenário econômico e de mercado que tende a ser mais desafiador em 2022.

O mercado secundário seguiu com liquidez adequada e bom volume de negócios. Os *spreads* de crédito tiveram comportamento entre estabilidade e pequenas aberturas (inclusive os índices de debêntures), movidos principalmente por fatores técnicos provenientes da dinâmica do mercado primário acima mencionada. Dessa forma, mantemos a nossa visão de que os *spreads* estão em patamares saudáveis (em níveis históricos e de *valuation* por probabilidade de *default*) e lastreados por bons fundamentos de crédito das empresas do universo *high grade*. Adicionalmente o posicionamento técnico do mercado está bom, sem pressão de venda por parte dos investidores.

Ao longo do mês, houve (ou estão em andamento) aproximadamente 27 ofertas primárias no mercado local. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação de todos os fundos cujo processo de precificação ocorreria em dezembro, participamos de duas ofertas e declinamos de outras catorze. Dispensamos considerável número de emissões com precificação inadequada, que pouco agregariam ao nosso portfólio atual.

Para 2022 enxergamos um cenário de volatilidade dos ativos de risco, principalmente devido às eleições presidenciais, além dos problemas macroeconômicos já existentes (de inflação e fiscais). Esse cenário demanda cautela em nossa gestão, o que expressamos na formação dos portfólios, e sempre na adequação ao trinômio *risco x retorno x liquidez*. Apesar dessa visão mais cautelosa, sabemos que qualquer mudança no cenário eleitoral pode acionar um gatilho de “*risk-on*” e devemos também estar preparados para capturar essa possibilidade de mudança.

1.3 Considerações econômicas

O mês de dezembro ficou marcado no âmbito internacional pela disseminação de novos casos de Covid-19 em ritmo bastante acelerado em diversos países, derivados principalmente do avanço da variante Ômicron. No entanto, dois fatores principais levaram à queda da aversão ao risco nos mercados durante o mês, relacionados à pandemia: (i) o número de casos graves da doença em proporção significativamente menor que a evidenciada nas variantes anteriores; (ii) a imposição de restrições mais brandas por parte das autoridades. Julgamos que a atenção deve ser direcionada principalmente à possibilidade de novos atrasos na reorganização das cadeias globais, com especial atenção à China (que mantém a sua política de tolerância zero).

As taxas de inflação seguiram em patamares elevados na maioria dos países. Nos EUA, esse contexto inflacionário levou o FOMC a reduzir de maneira mais intensa o ritmo de expansão do balanço do Banco Central, o que torna bastante provável o início do processo de elevação dos juros ainda no primeiro trimestre de 2022. Dessa maneira, os Estados Unidos se juntam a outros países no processo de reversão da postura extremamente acomodatória da política monetária implementada em resposta à crise.

Na China, as autoridades deram sinais mais claros de atuação anticíclica, com redução dos juros e indicações de expansão fiscal para fazer frente ao processo de desaceleração econômica. É importante destacar essa mudança de atitude depois de um longo período de restrição, principalmente no mercado de crédito, reduzindo a probabilidade de cenários mais negativos para a economia do país.

No âmbito doméstico, a inflação continua tão persistente quanto no mundo desenvolvido e em patamar mais elevado. Contudo, parece ter finalmente chegado ao pico. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), utilizado pelo Banco Central para medir a inflação oficial ao consumidor, subiu 0,73% no mês de dezembro e acumulou alta de 10,06% em 2021, após atingir 10,74% no acumulado em 12 meses em novembro. Isso indica que o topo da inflação em 12 meses foi o mês de novembro e que, daqui para a frente, ocorrerá o processo de convergência ao centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional.

No âmbito da política fiscal, permanecem as desconfianças e as expectativas negativas, especialmente depois do efetivo furo do teto. Há dúvidas sobre como o governo contornará a pressão por aumento salarial dos servidores públicos durante o primeiro trimestre de 2022, assim como sobre se o governo voltará a usar os bancos públicos (CAIXA, BNB e BASA em particular) para fazer uso de uma política parafiscal expressiva como fez no período anterior a 2015.

2. Fundo AZ Quest Supra FIC FIM CP

O AZ Quest Supra teve um rendimento de 1,50% (196,10% do CDI) no mês de dezembro, acumulando 8,00% (182% do CDI) nos últimos 12 meses.

Dezembro, diferentemente dos meses anteriores, foi marcado por uma calma no noticiário político local, com pouca evolução na agenda governista, uma comunicação mais "agressiva" do Banco Central sobre a política monetária e uma crescente especulação sobre a corrida eleitoral de 2022, com um mercado para ativos de risco relativamente bem comportado.

Nosso entendimento sobre essa dinâmica correcional nos preços é muito mais oportunista (distorções na curva de juros e títulos indexados à inflação estavam muito grandes e preços estavam fora do seu valor justo) do que estrutural, uma vez que ainda temos todo um processo eleitoral a se desenrolar, juntamente com uma dinâmica fiscal que tende a piorar antes de mostrar sinais de melhora.

Isso posto, continuamos a ter nossa alocação local em ativos indexados ao CDI, com utilização de alavancagem em CDI como melhora de diversificação de risco e com entendimento de que ainda não é hora de ter posição de risco em juros (via ativos de crédito) dado todo o cenário que descrevemos. Ainda enxergamos o mercado *offshore* como um condute melhor para a tomada de risco direcional.

No mercado internacional, seguimos na dinâmica de inflação persistente tanto em desenvolvidos quanto em emergentes. O mês foi recheado de reuniões de bancos centrais, e a grande maioria seguiu no processo de altas de juros a fim de conter um descontrole de preços. Uma vez que os países desenvolvidos começaram isso de forma tardia em relação aos Mercados Emergentes ("EM"), foi meio que natural a mudança na alocação dos *players* para ativos premiados de EM conforme acontecia uma reprecificação nos mercados desenvolvidos.

Para capturarmos a possível oportunidade do cenário acima, optamos por concentrar nossa posição direcional em instrumentos *Cash* (*Bonds* Brasil e Latam) em vez de instrumentos derivativos. E temos a percepção de que seria mais seguro montar uma carteira diversificada de *bonds* (cenário macro do parágrafo acima) do que optar por "*asset picking*". Explicamos o porquê: observamos que, ao longo do aperto monetário já iniciado nos EM, boa parte da reprecificação veio de forma generalizada pelos *bonds* (*cash*) em vez dos derivativos.

Conforme uma mensagem mais *Hawk* dos BCs dos países desenvolvidos foi sendo entregue, também observamos uma abertura mais acentuada dos prêmios dos *Bonds* (*cash*) em relação aos seus derivativos de crédito, num fenômeno muito parecido com o ocorrido nos Mercados Emergentes alguns meses antes ("abertura do BASIS"). Portanto, acreditávamos que a reversão do prêmio de EM ocorreria exatamente pela mesma via, o que se provou acertado e ajudou a contribuir de forma significativa para o resultado mensal do fundo.

Figura 1. Atribuição de resultados em dezembro

AZ QUEST SUPRA	Risco					Value Added Breakdown		
	%PL médio	Long	Short	%CDI	Resultado	Carrego	Ganho de capital	Trade
LF	24,8%	24,8%	0,0%	116,9%	0,22%	0,22%	0,00%	0,00%
LFSN	11,1%	11,1%	0,0%	121,3%	0,10%	0,11%	-0,01%	0,00%
Debentures	88,1%	88,1%	0,0%	119,6%	0,80%	0,83%	-0,03%	0,00%
Debentures hedge	7,9%	15,2%	-10,6%	73,1%	0,04%	0,11%	-0,06%	0,00%
Estrat. Offshore	21,8%	21,8%	-21,8%	465,5%	0,77%	0,00%	0,77%	0,00%
FIDC	12,9%	12,9%	0,0%	227,3%	0,22%	0,15%	0,07%	0,00%
Estrat. Yield	4,9%	4,9%	0,0%	275,2%	0,10%	0,06%	0,04%	0,00%
Hedge	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Compromissada Deb.	-78,2%	0,0%	-78,2%	109,8%	-0,65%	-0,65%	0,00%	0,00%
CAIXA	6,7%	6,7%	0,0%	100,3%	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%
TOTAL	100,0%	185,5%	-78,2%	219,3%	1,67%	0,88%	0,79%	0,00%
Custos MT					-0,01%			
Supra MT					218,0%	1,66%		
Custos FIC					-0,17%			
Supra FIC					194,1%	1,50%		

* Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. * Não caixa.

Estratégia de hedge consolidado								
Debentures hedge	6,3%	6,3%	0,0%	126,8%	0,06%	0,09%	-0,02%	0,00%
Derivativos ²	0,0%	1,6%	-10,6%	n/a	-0,02%	-0,03%	0,01%	0,00%
Hedge Consolidado	6,3%	7,9%	-10,6%	91,6%	0,04%	0,06%	-0,01%	0,00%
Inflação Livre	1,6%	7,3%	0,0%	0%	0,00%	0,05%	-0,05%	0,00%
TOTAL	7,9%	15,2%	-10,6%	73,1%	0,04%	0,11%	-0,06%	0,00%

* Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco. Consequentemente esse valor poderia ser atribuído ao carry, no entanto, para fins objetivos/didáticos o mantivemos em ganho de capital.

Estratégia Offshore								
Offshore	21,8%	21,8%	0,0%	283,2%	0,47%	0,00%	0,47%	0,00%
Derivativos ²	0,0%	0,0%	-21,8%	n/a	0,30%	0,00%	0,30%	0,00%
Offshore Consolidado	21,8%	21,8%	-21,8%	465,5%	0,77%	0,00%	0,77%	0,00%

Fonte: AZ QUEST

Figura 2. Atribuição de resultados em 2021 – ITD

AZ QUEST SUPRA	Risco					Value Added Breakdown		
	%PL médio	Long	Short	%CDI	Resultado	Carrego	Ganho de capital	Trade
LF	23,5%	23,5%	0,0%	152,0%	1,57%	1,41%	0,16%	0,00%
LFSN	3,2%	3,2%	0,0%	236,4%	0,33%	0,25%	0,08%	0,00%
Debentures	97,6%	97,6%	0,0%	219,5%	9,42%	6,37%	2,94%	-0,07%
Debentures hedge	8,4%	11,8%	-9,4%	247,1%	0,91%	0,79%	0,10%	0,03%
Estrat. Offshore	19,1%	19,1%	-19,2%	-12,1%	-0,10%	0,00%	-0,10%	0,00%
FIDC	9,0%	9,0%	0,0%	249,3%	0,99%	0,80%	0,18%	0,01%
Estrat. Yield	5,0%	5,0%	0,0%	496,5%	1,08%	0,46%	0,61%	0,00%
Hedge	0,0%	0,0%	0,0%	1480,5%	0,00%	0,01%	-0,02%	0,01%
Compromissada Deb.	-78,0%	0,0%	-78,0%	122,5%	-4,20%	-4,20%	0,01%	0,00%
CAIXA	12,2%	12,2%	0,0%	91,4%	0,49%	0,49%	0,00%	0,00%
TOTAL	100,0%	181,4%	-78,0%	237,5%	10,44%	6,26%	3,96%	-0,03%
Custos MT					-0,09%			
Supra MT					235,5%	10,35%		
Custos FIC					-2,35%			
Supra FIC					182,0%	8,00%		

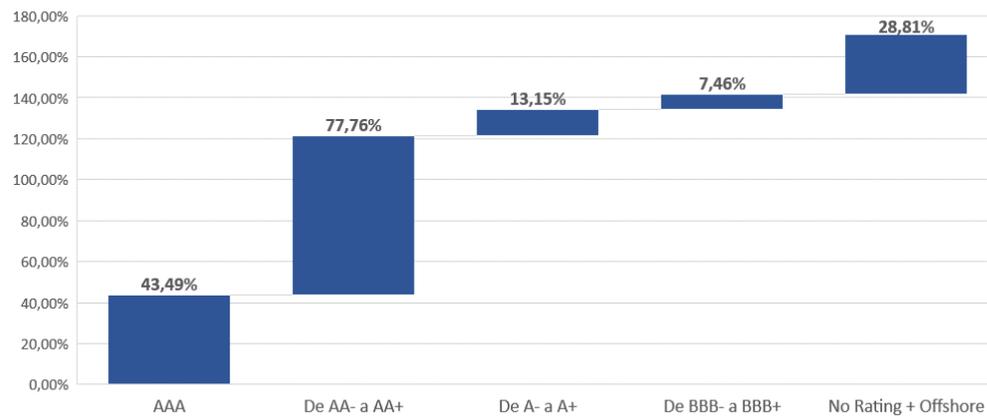
* Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. * Não caixa.

Estratégia de hedge consolidado								
Debentures hedge	6,0%	6,0%	0,0%	185,4%	0,49%	0,95%	-0,48%	0,03%
Derivativos ²	0,0%	3,4%	-9,4%	n/a	0,24%	-0,50%	0,74%	0,00%
Hedge Consolidado	6,0%	9,4%	-9,4%	274,8%	0,73%	0,44%	0,25%	0,03%
Inflação Livre	2,4%	2,4%	0,0%	175%	0,18%	0,34%	-0,16%	0,00%
TOTAL	8,4%	11,8%	-9,4%	247,1%	0,91%	0,79%	0,10%	0,03%

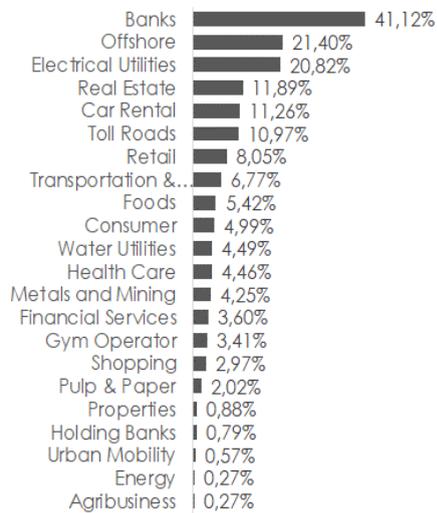
* Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco. Consequentemente esse valor poderia ser atribuído ao carry, no entanto, para fins objetivos/didáticos o mantivemos em ganho de capital.

Estratégia Offshore								
Offshore	19,1%	19,1%	0,0%	178,0%	1,49%	0,00%	1,49%	0,00%
Derivativos ²	0,0%	0,0%	-19,2%	#DIV/0!	-1,60%	0,00%	-1,60%	0,00%
Offshore Consolidado	19,1%	19,1%	-19,2%	-12,1%	-0,10%	0,00%	-0,10%	0,00%

Fonte: AZ QUEST

Figura 3. Breakdown do fundo por rating


Fonte: AZQUEST

Figura 4. Breakdown do fundo por setor


Fonte: AZQUEST

Figura 5. Breakdown por tipo de ativo

AZ QUEST SUPRA	% PL
LF/ DPGE	24,5%
LFSN	11,0%
Debentures	87,2%
Debentures hedge	7,8%
FIDC	13,9%
Estrat. Offshore	21,4%
Estrat. Yield	4,8%
Compromissada Deb.	-77,9%
Soberano + Caixa	6,8%

Fonte: AZQUEST

3. Fundo AZ Quest Luce FIC RF CP LP

O AZ Quest Luce teve um rendimento de +0,77% (101,2% do CDI) no mês de dezembro. As diversas estratégias apresentaram resultados em linha com o seu carregio, ou um pouco abaixo dele, sem nenhum destaque específico esse mês. Mostramos essa distribuição mais detalhadamente nas figuras 6 e 7 abaixo.

A estratégia de debêntures em CDI teve um resultado abaixo do seu carregio intrínseco e novamente os *spreads* de crédito ficaram oscilando entre estabilidade ou pequenas aberturas. Seguimos com o entendimento de que isso é um movimento técnico e não uma deterioração da qualidade dos balanços das empresas (como sinalizamos na carta anterior). A mesma dinâmica ocorreu na carteira de LFSN.

Já as demais carteiras tiveram bons resultados, em linha com o seu carregio, sem nenhum destaque específico para fins de comunicação.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente 27 ofertas primárias. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação do fundo, participamos de um único processo de *bookbuilding*, em que fomos alocados. Também fomos pouco ativos no mercado secundário para esse mandato.

Figura 6. Atribuição de resultados em dezembro

AZ QUEST LUCE	%PL médio	Risco			Value Added	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregio	Ganho de capital	Trade
LF	4,6%	4,6%	0,0%	117,71%	0,04%	0,00%	0,00%	
LFSN	9,9%	9,9%	0,0%	113,90%	0,09%	0,10%	-0,01%	
Debentures	50,6%	50,6%	0,0%	107,41%	0,41%	0,46%	-0,05%	
FIDC	5,1%	5,1%	0,0%	118,25%	0,05%	0,05%	0,00%	
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	
CAIXA	29,8%	29,8%	0,0%	99,81%	0,23%	0,23%	0,00%	
TOTAL	100,0%	100,0%	0,0%	106,8%	0,82%	0,87%	-0,06%	
Custos MI					-0,004%			
LUCE MI					106,4%	0,81%		
Custos FIC					-0,04%			
LUCE FIC					101,2%	0,77%		

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

Fonte: AZQUEST

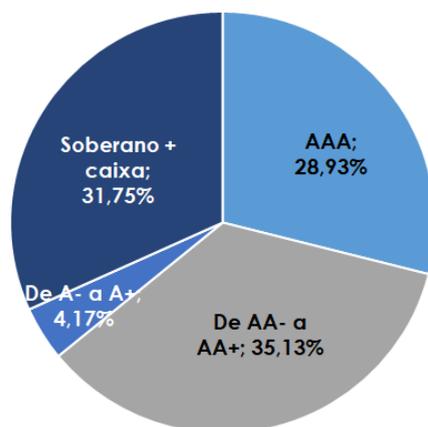
Figura 7. Atribuição de resultados em 2021 – YTD

AZ QUEST LUCE	%PL médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregio	Ganho de capital	Trade
LF	4,3%	4,3%	0,0%	159,84%	0,30%	0,26%	0,04%	
LFSN	3,3%	3,3%	0,0%	246,43%	0,36%	0,28%	0,08%	
Debentures	58,0%	58,0%	0,0%	189,27%	4,82%	3,47%	1,29%	
FIDC	6,4%	6,4%	0,0%	165,36%	0,46%	0,36%	0,10%	
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	-0,07%	0,02%	-0,09%	
CAIXA	28,1%	28,1%	0,0%	98,17%	1,21%	1,21%	0,00%	
TOTAL	100,0%	100,0%	0,0%	164,2%	7,22%	5,69%	1,43%	
Custos MI					-0,05%			
LUCE MI					163,1%	7,17%		
Custos FIC					-0,46%			
LUCE FIC					152,7%	6,71%		

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

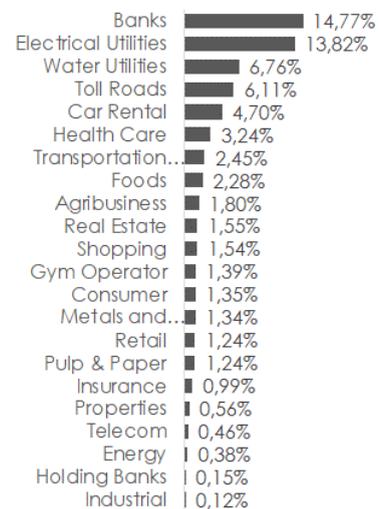
Fonte: AZQUEST

Figura 8. Breakdown do fundo por rating



Fonte: AZQUEST

Figura 9. Breakdown do fundo por setor



Fonte: AZQUEST

4. Fundo AZ Quest Altro FIC FIM CP

O AZ Quest Altro teve rendimento de +1,00% (131,2% do CDI) no mês de dezembro. A parcela *offshore* foi o grande destaque no mês. Mostramos essa distribuição de resultados detalhadamente nas figuras 10 e 11 abaixo.

A estratégia de debêntures em CDI teve um resultado abaixo do seu carregamento intrínseco e novamente os *spreads* de crédito ficaram oscilando entre estabilidade ou pequenas aberturas. Seguimos com o entendimento de que isso é um movimento técnico e não uma deterioração da qualidade dos balanços das empresas (como sinalizamos na carta anterior). A mesma dinâmica ocorreu na carteira de LFSN.

Na estratégia *offshore*, tivemos resultados positivos tanto das posições de derivativos quanto de *cash*. Mesmo com a curva de juros americana abrindo ao longo do mês, os *bonds* brasileiros *performaram* consistentemente, devolvendo boa parte das perdas acumuladas desde a metade de setembro.

A carteira de debêntures *hedgeadas* teve uma *performance* abaixo da sua rentabilidade intrínseca, mesmo com o fechamento dos *spreads* de crédito da maior parte dos seus ativos. O impacto do movimento da curva de juros real, somado a variações na metodologia de *hedge* e à forma como alguns pontos da curva se comportaram, acabou detraindo um pouco de resultado no mês. Por fim, o ganho de capital na carteira de FIDC foi decorrente do fechamento de *spread* de um ativo específico e as demais carteiras tiveram bons resultados, em linha com o seu carregamento.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente 27 ofertas primárias no mercado local. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação do fundo, participamos de um único processo de *bookbuilding*, em que fomos alocados. Fomos pouco ativos no mercado secundário para esse mandato.

Figura 10. Atribuição de resultados em dezembro

AZ QUEST ALTRO	%PL médio	Risco			Value Added	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF e DPGE	23,6%	23,6%	0,0%	116,9%	0,21%	0,00%	0,00%	
LFSN	10,8%	10,8%	0,0%	122,6%	0,10%	0,11%	-0,01%	
Debentures	89,0%	89,0%	0,0%	111,2%	0,76%	0,83%	-0,07%	
Debentures hedge	15,8%	16,4%	-14,0%	101,3%	0,12%	0,15%	-0,03%	
Estrat. Offshore	6,6%	6,6%	-6,6%	513,0%	0,26%	0,00%	0,26%	
FIDC	5,1%	5,2%	0,0%	270,1%	0,11%	0,06%	0,04%	
Estrat. Yield	4,3%	4,3%	0,0%	146,6%	0,05%	0,05%	0,00%	
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	
Compromissada Deb.	-68,1%	0,0%	-68,1%	109,7%	-0,57%	-0,57%	0,00%	
CAIXA	12,9%	12,9%	0,0%	103,5%	0,10%	0,10%	0,00%	
TOTAL	100,0%	173,0%	-72,9%	148,5%	1,13%	0,94%	0,20%	
Custos MT					-0,01%			
ALTRO MT					147,7%	1,13%		
Custos FIC					-0,13%			
ALTRO FIC					131,2%	1,00%		

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

Estratégia de hedge consolidado							
Debentures hedge	6,2%	11,0%	-4,8%	179,3%	0,09%	0,09%	-0,01%
Derivativos ²	0,0%	3,0%	-9,2%	n/a	-0,04%	-0,03%	-0,01%
Outros ³	7,2%	7,2%	0,0%	91,4%	0,05%	0,05%	0,00%
Hedge Consolidado	13,4%	14,0%	-14,0%	97,2%	0,10%	0,12%	-0,02%
Inflação Livre	2,4%	2,4%	0,0%	124,4%	0,02%	0,03%	-0,01%
TOTAL	15,8%	16,4%	-14,0%	101,3%	0,12%	0,15%	-0,03%

¹ Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco. Conceitualmente esse valor poderia ser atribuído ao carry, no entanto, para fins objetivos/didáticos o mantivemos em ganho de capital.

Estratégia Offshore							
Offshore	6,6%	6,6%	0,0%	276,9%	0,14%	0,00%	0,14%
Derivativos ²	0,0%	0,0%	-6,6%	n/a	0,12%	0,00%	0,12%
Offshore Consolidado	6,6%	6,6%	-6,6%	513,0%	0,26%	0,00%	0,26%

Fonte: AZ QUEST

Figura 11. Atribuição de resultados em 2021 – YTD

AZ QUEST ALTRO	%PL médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF e DPGE	15,1%	15,1%	0,0%	165,7%	1,10%	1,00%	0,10%	
LFSN	3,2%	3,2%	0,0%	260,6%	0,36%	0,27%	0,08%	
Debentures	82,9%	82,9%	0,0%	193,5%	7,05%	5,39%	1,59%	
Debentures hedge	17,3%	21,7%	-20,9%	217,8%	1,66%	1,06%	0,64%	
Estrat. Offshore	6,8%	6,8%	-6,8%	39,2%	0,12%	0,00%	0,12%	
FIDC	5,8%	5,8%	0,0%	252,5%	0,65%	0,57%	0,08%	
Estrat. Yield	4,7%	4,7%	0,0%	183,7%	0,38%	0,32%	0,06%	
Hedge %CDI	0,0%	0,1%	0,0%	n/a	-0,03%	0,01%	-0,04%	
Compromissada Deb.	-49,2%	0,0%	-49,2%	134,3%	-2,91%	-2,91%	0,00%	
CAIXA	13,4%	13,7%	-0,3%	107,4%	0,63%	0,63%	0,00%	
TOTAL	100,0%	165,1%	-65,0%	207,2%	9,11%	6,34%	2,68%	
Custos MT					-0,04%			
ALTRO MT					206,3%	9,07%		
Custos FIC					-1,44%			
ALTRO FIC					173,6%	7,63%		

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

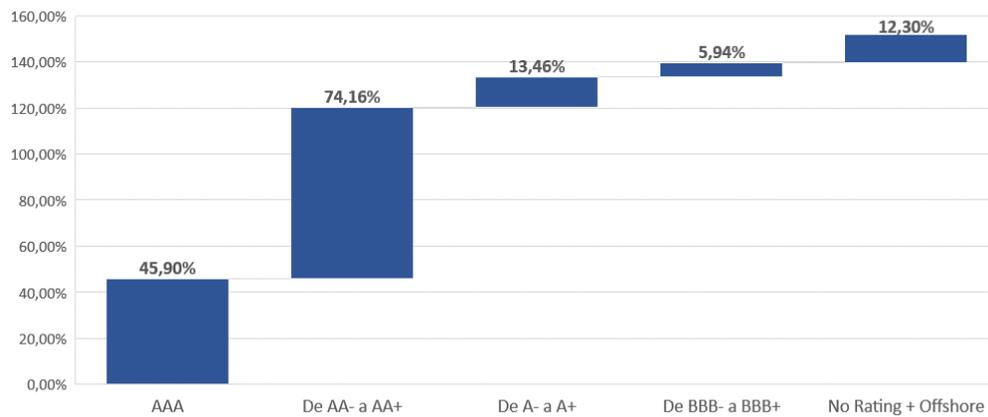
Estratégia de hedge consolidado							
Debentures hedge	0,1%	15,6%	-15,5%	43460,0%	1,16%	0,38%	0,84%
Derivativos ²	0,0%	5,3%	-5,4%	n/a	-0,13%	-0,01%	-0,11%
Outros ³	16,4%	16,4%	0,0%	77,2%	0,56%	0,55%	0,00%
Hedge Consolidado	16,5%	20,9%	-20,9%	219,7%	1,59%	0,92%	0,73%
Inflação Livre	0,8%	0,8%	0,0%	178,1%	0,07%	0,13%	-0,07%
TOTAL	17,3%	21,7%	-20,9%	217,8%	1,66%	1,06%	0,64%

¹ Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco. Conceitualmente esse valor poderia ser atribuído ao carry, no entanto, para fins objetivos/didáticos o mantivemos em ganho de capital.

Estratégia Offshore							
Offshore	6,8%	6,8%	0,0%	109,3%	0,33%	0,00%	0,33%
Derivativos ²	0,0%	0,0%	-6,8%	n/a	-0,21%	0,00%	-0,21%
Offshore Consolidado	6,8%	6,8%	-6,8%	39,2%	0,12%	0,00%	0,12%

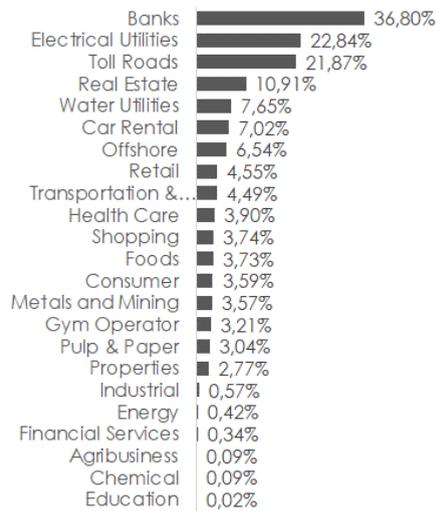
Fonte: AZ QUEST

Figura 12. Breakdown do fundo por rating



Fonte: AZQUEST

Figura 13. Breakdown do fundo por setor



Fonte: AZQUEST

Figura 14. Breakdown por tipo de ativo

AZ QUEST ALTRO	% PL
LF/ DPGE	23,5%
LFSN	10,8%
Debentures	87,8%
Debentures hedge	13,3%
FIDC	5,6%
Estrat. Offshore	6,5%
Estrat. Yield	4,3%
Compromissada Deb.	-68,2%
Soberano + Caixa	16,3%

Fonte: AZQUEST

5. Fundo AZ Quest Debêntures Incentivadas FIM CP

No mês de dezembro, o fundo AZ Quest Debêntures Incentivadas teve um rendimento de (a) +0,69% (ante +0,79% do benchmark – IMA-B5) no mês, acumulando (b) 7,48% (ante 4,57% do benchmark – IMA-B5) no ano.

A rentabilidade do fundo foi um pouco abaixo do seu *benchmark* (IMA-B5) e do CDI no mês. Os movimentos nas curvas de juros acabaram por pesar contra a configuração de cenário de risco elaborada para o fundo, reduzindo um pouco sua rentabilidade (Efeito Curva). Contudo, essa *performance* um pouco abaixo do esperado não ofuscou o belo *alpha* gerado este ano (“*outperformou*” o *benchmark* em 292 bps), obtido via gestão ativa de juros e de crédito.

A curva de juros real teve uma abertura significativa dos vértices curtos, precipitando o pico do choque inflacionário, seguida de consequente redução da inclinação do restante da curva (*bear flatening*). O Efeito Curva detraiu resultado no mês e foi o principal fator para *underperformar* o *benchmark*. Já o Efeito Crédito teve uma contribuição positiva, apenas suficiente para zerar a perda no posicionamento da curva.

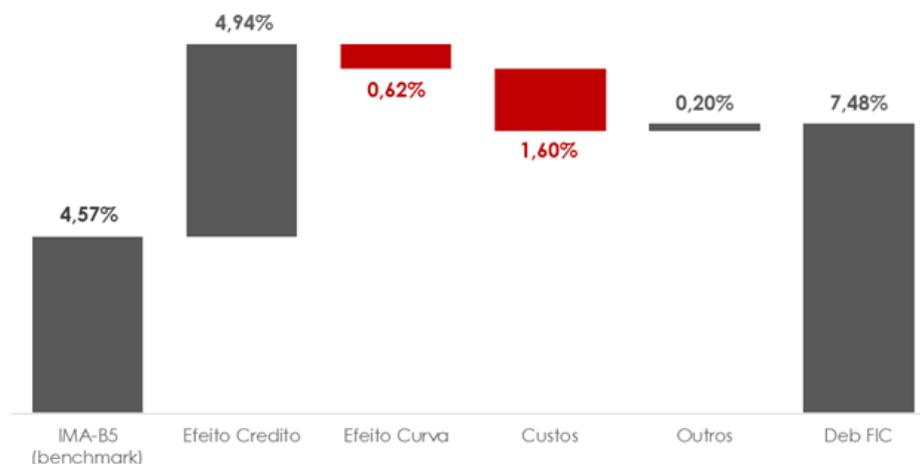
Para o próximo ano, devemos continuar mais ativos na gestão do risco de mercado e juros para geração de *alpha* no fundo, além naturalmente da gestão de crédito. E, do lado do crédito, continuamos com a visão de que os *spreads* estão baixos, uma vez que a alta demanda por esse tipo de ativo (caráter defensivo) tem tornado esses papéis relativamente “caros”.

Nesse mês, não participamos de nenhuma oferta primária para esse mandato. Fomos pouco ativos no mercado secundário, mas atuamos em ambas as pontas e focamos a otimização do carregamento do portfólio.

Figura 15. Atribuição de resultados em dezembro



Figura 15.1 Atribuição de resultados em 2021 - YTD

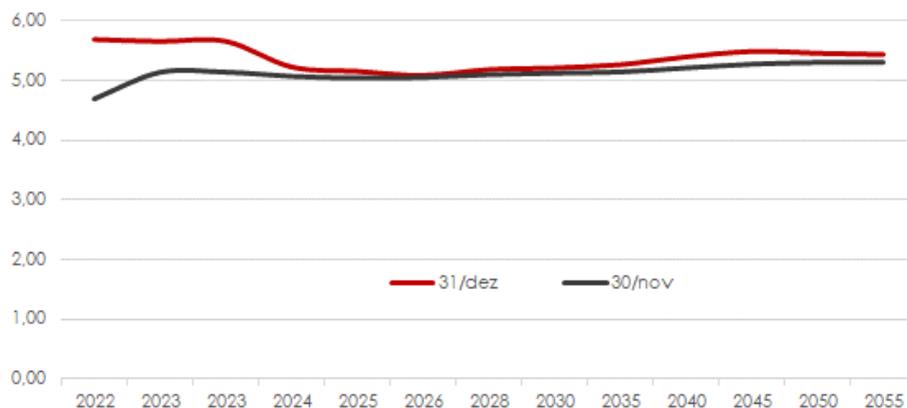


Efeito Curva: Corresponde ao componente de resultado proveniente da parcela de risco de mercado existente nos títulos da carteira do fundo.

Efeito Crédito: Corresponde ao componente de resultado proveniente da parcela de risco de crédito existente nos títulos da carteira do fundo. Este item captura tanto os juros adicionais por se carregar um título de crédito quanto o efeito das variações do *spread* de crédito de cada ativo que compõe o fundo.

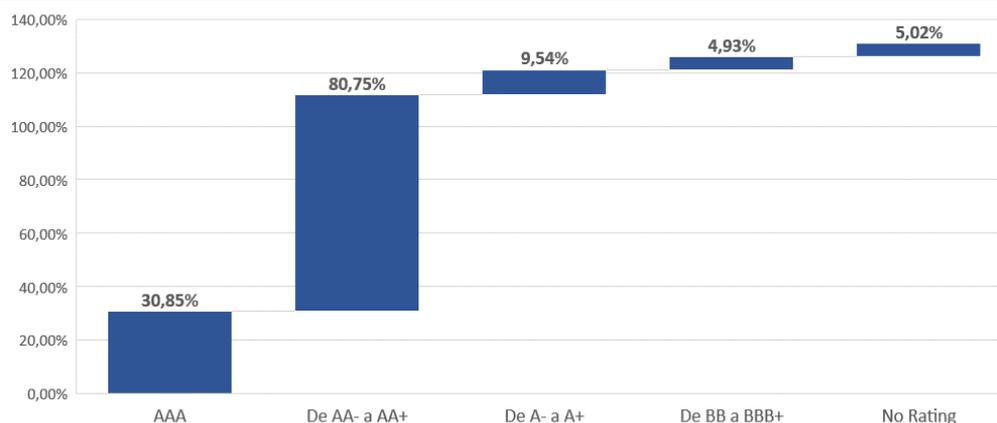
Fonte: AZ QUEST

Figura 15.2. Curva de juros reais



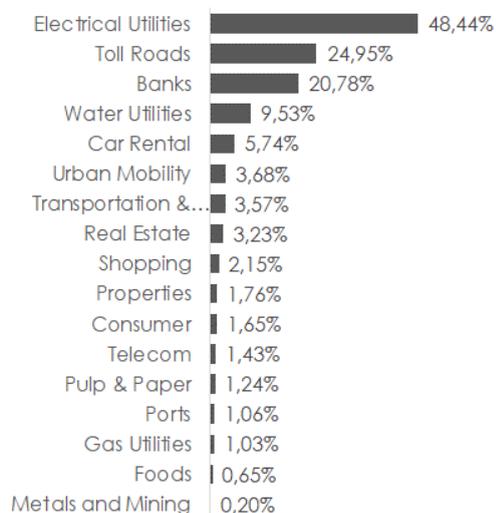
Fonte: AZQUEST

Figura 16. Breakdown do fundo por rating



Fonte: AZQUEST

Figura 17. Breakdown do fundo por setor



Fonte: AZQUEST

Figura 18. Breakdown por tipo de ativo

DEB. INCENTIVADAS	% PL
LF/ DPGE	20,8%
LFSN	0,0%
DEBENTURES	110,3%
FIDC	0,0%
Compromissada Deb.	-46,7%
Soberano + Caixa	15,5%

Fonte: AZQUEST

6. Fundo AZ Quest Icatu Conservador – Previdência CP

O AZ Quest Icatu Conservador teve um rendimento de +0,71% (92,7% do CDI) no mês de dezembro. As diversas estratégias apresentaram resultados em linha com o seu carregamento, ou um pouco abaixo dele, sem nenhum destaque específico esse mês. Mostramos essa distribuição mais detalhadamente nas figuras 19 e 20 abaixo.

A estratégia de debêntures em CDI teve mais um mês de resultado abaixo do seu carregamento intrínseco e novamente os *spreads* de crédito ficaram oscilando entre estabilidade ou pequenas aberturas. Seguimos com o entendimento de que isso é um movimento técnico e não uma deterioração da qualidade dos balanços das empresas (como sinalizamos na carta anterior). A mesma dinâmica ocorreu na carteira de LFSN.

A carteira de debêntures *hedgeadas* também teve rentabilidade abaixo da sua rentabilidade intrínseca, mesmo com o fechamento dos *spreads* de crédito da maior parte dos seus ativos. O impacto do movimento da curva de juros real, somado a variações na metodologia de *hedge* e à forma como alguns pontos da curva se comportaram, acabou detraindo um pouco de resultado no mês. Por fim, as demais carteiras tiveram bons resultados, sem nenhum destaque para fins de comunicação.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente 27 ofertas primárias. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação do fundo, participamos de dois processos de *bookbuilding* e fomos alocados em ambos. Fomos ativos no mercado secundário para esse mandato, atuando principalmente na ponta de compra.

Figura 19. Atribuição de resultados em dezembro

AZ QUEST PREV	%PL médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF e DPGE	3,4%	3,4%	0,0%	116,9%	0,03%	0,02%	0,01%	0,00%
LFSN	7,8%	7,8%	0,0%	111,2%	0,07%	0,08%	-0,01%	0,00%
Debentures	46,1%	46,1%	0,0%	106,5%	0,37%	0,42%	-0,04%	0,00%
Debentures hedge	7,0%	7,6%	-4,8%	90,9%	0,05%	0,07%	-0,03%	0,00%
RDC	4,0%	4,0%	0,0%	162,4%	0,05%	0,05%	0,00%	0,00%
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
CAIXA + Outros ¹	31,7%	31,7%	0,0%	97,7%	0,24%	0,24%	0,00%	0,00%
TOTAL	100,0%	100,0%	0,0%	105,6%	0,81%	0,87%	-0,07%	0,00%
Custos MT					-0,05%			
AZQ MT Prev					99,6%			0,76%
Custos FIC					-0,05%			
AZQ ICATU					92,7%			0,71%

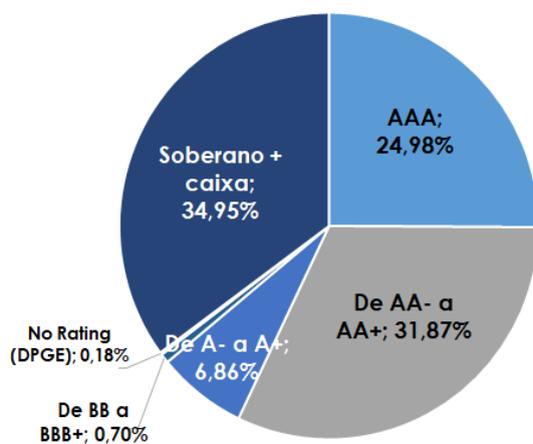
¹ Inclui a NTN-B casada (com hedge no DAP).

Estratégia de hedge consolidado								
Debentures hedge	4,2%	4,2%	0,0%	122,8%	0,04%	0,06%	-0,02%	0,00%
Derivativos ²	0,0%	0,6%	-4,8%	n/a	-0,02%	-0,02%	0,00%	0,00%
Hedge Consolidado	4,2%	4,8%	-4,8%	58,8%	0,02%	0,04%	-0,02%	0,00%
Inflação Livre	2,8%	2,8%	0,0%	139,6%	0,03%	0,04%	-0,01%	0,00%
TOTAL	7,0%	7,6%	-4,8%	90,9%	0,05%	0,07%	-0,03%	0,00%

² Não caixa. ³ Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco

Fonte: AZ QUEST

Figura 21. Breakdown do fundo por rating



Fonte: AZ QUEST

Figura 20. Atribuição de resultados em 2021 – YTD

AZ QUEST PREV	%PL médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF e DPGE	2,4%	2,4%	0,0%	172,5%	0,19%	0,15%	0,04%	0,00%
LFSN	3,6%	3,6%	0,0%	313,9%	0,49%	0,34%	0,15%	0,00%
Debentures	49,4%	49,4%	0,0%	199,3%	4,33%	2,97%	1,32%	0,01%
Debentures hedge	12,0%	12,4%	-12,0%	210,8%	1,11%	0,73%	0,37%	0,01%
RDC	7,0%	7,0%	0,0%	255,9%	0,79%	0,80%	-0,01%	0,00%
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	-0,06%	0,01%	-0,08%	0,01%
CAIXA + Outros ¹	25,6%	25,6%	-0,1%	103,5%	1,16%	1,23%	-0,07%	0,00%
TOTAL	100,0%	100,0%	-0,1%	187,0%	8,22%	6,35%	1,73%	0,02%
Custos MT					-0,52%			
PREV MT					175,1%			7,70%
Custos FIC					-0,41%			
PREV ICATU FIC					161,1%			7,08%

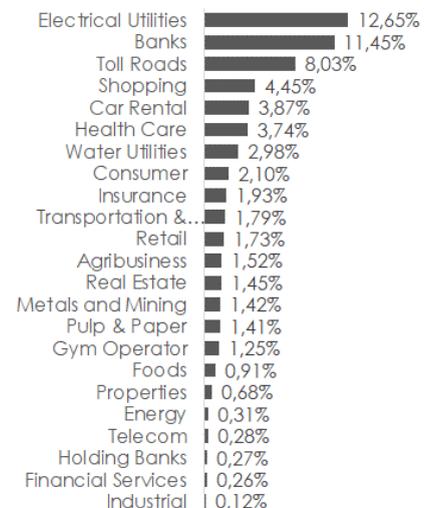
¹ Inclui a NTN-B casada (com hedge no DAP).

Estratégia de hedge consolidado								
Debentures hedge	11,6%	11,6%	0,0%	158,8%	0,81%	1,68%	-0,86%	0,00%
Derivativos ²	0,0%	0,4%	-12,0%	n/a	0,28%	-1,00%	1,28%	0,00%
Hedge Consolidado	11,6%	12,0%	-12,0%	213,5%	1,09%	0,67%	0,41%	0,01%
Inflação Livre	4,4%	4,4%	0,0%	132,8%	0,02%	0,06%	-0,04%	0,00%
TOTAL	12,0%	12,4%	-12,0%	210,8%	1,11%	0,73%	0,37%	0,01%

² Não caixa. ³ Inclui compromissadas que não são contempladas na exposição de risco

Fonte: AZ QUEST

Figura 22. Breakdown do fundo por setor



Fonte: AZ QUEST

7. Fundo AZ Quest Valore FIRF CP

O AZ Quest Valore teve um rendimento de +0,74% (96,5% do CDI) no mês de dezembro. As diversas estratégias apresentaram resultados em linha com o seu carregamento, ou um pouco abaixo dele, sem nenhum destaque específico esse mês. Mostramos essa distribuição de resultado detalhadamente nas figuras 23 e 24 abaixo.

A estratégia de debêntures em CDI teve um resultado abaixo do seu carregamento intrínseco e novamente os *spreads* de crédito ficaram oscilando entre estabilidade ou pequenas aberturas. Seguimos com o entendimento de que isso é um movimento técnico e não uma deterioração da qualidade dos balanços das empresas (como sinalizamos na carta anterior). A mesma dinâmica ocorreu na carteira de LFSN.

A carteira de debêntures *hedgeadas* também teve rentabilidade abaixo da sua rentabilidade intrínseca, mesmo com o fechamento dos *spreads* de crédito da maior parte dos seus ativos. O impacto do movimento da curva de juros real, somado a variações na metodologia de *hedge* e à forma como alguns pontos da curva se comportaram, acabou detraindo um pouco de resultado no mês. Por fim, as demais carteiras tiveram bons resultados, sem nenhum destaque específico.

Ao longo do mês houve (ou estão em andamento) aproximadamente 27 ofertas primárias. Após selecionadas aquelas dentro do escopo de atuação do fundo, participamos de um único processo de *bookbuilding*, em que fomos alocados. Fomos pouco ativos no mercado secundário para esse mandato.

Figura 23. Atribuição de resultados em dezembro

VALORE	%PI médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF	9,0%	9,0%	0,0%	121,2%	0,08%	0,00%	0,00%	
LFSN	14,6%	14,6%	0,0%	107,1%	0,12%	0,14%	-0,02%	
Debentures	56,8%	56,8%	0,0%	111,9%	0,49%	0,52%	-0,03%	
Debentures hedge	4,7%	8,6%	-4,9%	29,5%	0,01%	0,06%	-0,05%	
FIDC	6,0%	6,0%	0,0%	152,4%	0,07%	0,06%	0,01%	
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	0,00%	0,00%	0,00%	
CAIXA	8,9%	8,9%	0,0%	97,7%	0,07%	0,07%	0,00%	
TOTAL	100,0%	101,6%	0,0%	109,4%	0,83%	0,93%	-0,09%	
Custos MF					-0,10%			
VALORE				96,5%	0,74%			

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

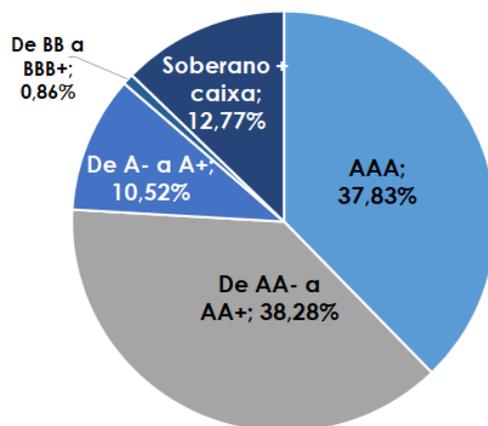
Estratégia de hedge consolidado

Debentures hedge	2,7%	2,7%	0,0%	138,1%	0,03%	0,04%	-0,01%
Derivativos ²	0,0%	2,2%	-4,9%	n/a	-0,04%	-0,01%	-0,03%
Hedge Consolidado	2,7%	4,9%	-4,9%	-68,8%	-0,01%	0,02%	-0,04%
Inflação Livre	2,0%	3,7%	0,0%	160,3%	0,02%	0,04%	-0,01%
TOTAL	4,7%	8,6%	-4,9%	29,5%	0,01%	0,06%	-0,05%

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

Fonte: AZ QUEST

Figura 25. Breakdown do fundo por rating



Fonte: AZ QUEST

Figura 24. Atribuição de resultados em 2021 – YTD

VALORE	%PI médio	Risco			Resultado	Value Added Breakdown		
		Long	Short	%CDI		Carregamento	Ganho de capital	Trade
LF	7,7%	7,7%	0,0%	156,1%	0,53%	0,52%	0,05%	
LFSN	6,8%	6,8%	0,0%	208,8%	0,63%	0,47%	0,18%	
Debentures	58,0%	58,0%	0,0%	196,2%	5,00%	3,50%	1,45%	
Debentures hedge	11,5%	14,6%	-14,0%	208,2%	1,05%	0,64%	0,39%	
FIDC	6,4%	6,4%	0,0%	145,8%	0,41%	0,44%	0,03%	
Hedge %CDI	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	-0,06%	0,01%	-0,08%	
CAIXA	9,7%	9,7%	0,0%	98,7%	0,42%	0,42%	0,00%	
TOTAL	100,0%	100,0%	0,0%	185,5%	8,15%	6,12%	2,03%	
Custos					-1,08%			
VALORE				161,1%	7,08%			

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

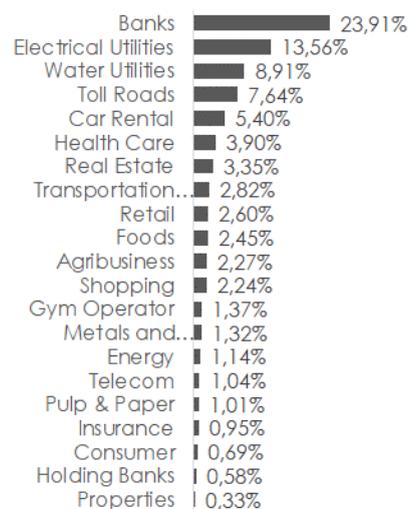
Estratégia de hedge consolidado

Debentures hedge	10,8%	10,8%	0,0%	151,6%	0,72%	1,52%	-0,79%
Derivativos ²	0,0%	3,2%	-14,0%	n/a	0,26%	-0,96%	1,23%
Hedge Consolidado	10,8%	14,0%	-14,0%	207,1%	0,98%	0,54%	0,43%
Inflação Livre	0,6%	0,6%	0,0%	223,9%	0,06%	0,10%	-0,04%
TOTAL	11,5%	14,6%	-14,0%	208,2%	1,05%	0,64%	0,39%

¹ Inclui compromissadas com lastro em títulos públicos e outros hedges. ² Não caixa.

Fonte: AZ QUEST

Figura 26. Breakdown do fundo por setor



Fonte: AZ QUEST

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 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.

AZ QUEST LUCE FIC FI RF CP LP: renda fixa – duração livre, crédito privado, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+0/D+1(u) após a cotização, respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-luce-fic-fi-rf-cp-lp/>; AZ QUEST ALTRO FIC FIM CP: multimercado livre, crédito privado, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+44(c)/D+1(u) após a cotização respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-altro-fic-fim-cp/>; AZ QUEST DEBÊNTURES INCENTIVADAS FIM: multimercado estratégia específica, crédito privado, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+29(c)/D+1(u) após a cotização respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-debentures-incentivadas-fim-cp/>; AZ QUEST VALORE FI RF CP: renda fixa – duração livre, crédito privado, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+4(c)/D+1(u) após a cotização respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-valore-fi-rf-cp/>; AZ QUEST PREV ICATU CONSERVADOR FIC RF: previdência renda fixa, crédito privado, destinado ao público em geral, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+1(u)/D+2(u) após a cotização respectivamente, consulte <http://azquest.com.br/az-quest-prev-icatu-conservador-fic-rf/>; AZ QUEST SUPRA FIC FIM CP: multimercado livre, crédito privado, destinado a investidor qualificado, prazo de cotização e liquidação de resgate em D+89(c)/D+1(u) após a cotização respectivamente.

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.

Riscos gerais: em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Para obtenção do Regulamento, Histórico de Performance, Prospecto, além de eventuais informações adicionais, favor entrar em contato com a administradora dos fundos da AZ Quest Investimentos Ltda. Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br.

