

CARTA DO GESTOR – MARÇO 2017

CENÁRIO MACRO

Nos últimos meses, a chegada ao poder de um novo governo que indicava uma positiva mudança na condução econômica e a aprovação de reformas estruturais, somada a um cenário externo muito favorável, gerou um quadro de relativa tranquilidade nos mercados, com consequente valorização dos ativos de risco. Os eventuais fatores de risco que poderiam ter força suficiente para desestabilizar esse ambiente de otimismo se mantiveram em estado de hibernação, desde então.

Sempre mencionamos que o ambiente de gradual retomada do crescimento global sustentando os preços das commodities e de manutenção da política monetária expansionista dos principais bancos centrais diante de taxas de inflação baixas, era muito favorável aos países emergentes e sempre foi um pilar fundamental para nossa visão positiva para o mercado.

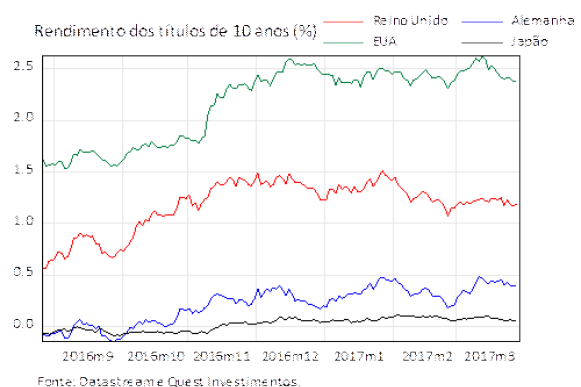
Durante os últimos meses, esse quadro foi questionado por dúvidas em relação a fatores e eventos importantes, entre eles os impactos da nova política econômica de Donald Trump no processo de normalização monetária nos EUA, o impacto dos movimentos nacionalistas nas eleições de importantes países na Europa e a real capacidade da China de manter seu ritmo de crescimento.

Desde a crise de 2008, a economia mundial vem sendo sustentada por uma política de expansão monetária sem precedentes, que foi capaz de evitar o colapso generalizado e de gerar crescimento em diversas regiões, ainda que moderado. Atravessada a tormenta, é hora de retirar os estímulos. É nessa fase de transição que nos encontramos.

Com a recorrência de dados positivos da economia, em especial de confiança, consumo das famílias e mercado de trabalho, que já beira o pleno emprego, o FED vem conduzindo um gradual e bem sucedido processo de normalização monetária.

Durante as semanas subsequentes à eleição americana, o mercado chegou a flertar com a possibilidade de aceleração desse ciclo, diante da perspectiva de elevação das taxas de inflação, em função de uma política protecionista e de expansão fiscal nos Estados Unidos.

Porém, os últimos eventos (derrotas na revisão do Obamacare, por exemplo) reforçam nossa visão que o establishment político-econômico limitará as ações de Trump, permitindo que o FED siga com o gradualismo no ciclo de alta nos juros. Na última reunião, o FOMC decidiu elevar a taxa básica em 0,25%, mas o comunicado sinalizou que o banco central deveria promover apenas duas novas altas esse ano. Após a alta dos dias subsequentes à eleição de Trump, ainda em novembro, a Treasury 10Y se manteve praticamente estável, próxima dos 2,3%, nas últimas semanas.



Na Europa, os últimos dados apontam melhora nos PMIs e da produção industrial, que avançou 0,9% MoM em janeiro. A inflação acelerou para 2,0% em fevereiro, atingindo o maior nível desde janeiro de 2013. Com o risco de deflação minimizado, o BCE decidiu manter as taxas de juros e seu programa de compra de ativos inalterados, mas o tom surpreendentemente otimista indica que não há necessidade de novos estímulos monetários, nesse momento.

Também é importante considerar a redução do risco político na região, após as eleições da Holanda e das recentes pesquisas de opinião sobre a eleição francesa, que sinalizam uma perda de momentum no discurso nacionalista e de saída desses países da comunidade européia.

O antigo receio de desaceleração da economia chinesa e consequente impacto negativo nas economias emergentes, em função da queda das commodities, também não se concretizou, até o momento. Os últimos dados vindos do gigante asiático mostram que a economia segue desacelerando de maneira organizada, e que a sua transformação para um mercado de consumo deve ser bastante lenta e gradual. Durante o Congresso Nacional do Povo da China, o primeiro ministro Li Keqiang anunciou que a meta de crescimento do PIB chinês para 2017 é de 6,5%, ligeiramente abaixo da meta de 2016.

A produção industrial da China avançou 6,3% e os investimentos aceleraram para 8,9% nos dois primeiros meses do ano, superando a expectativa dos economistas. A balança comercial da China registrou déficit pela primeira vez desde 2014, em função da alta de 38,1% YoY nas importações, em fevereiro, reforçando o quadro de crescimento econômico.

Até mesmo o risco de desvalorização cambial foi dissipado, com o anúncio de que as reservas internacionais do país voltaram a superar a marca dos US\$ 3 trilhões. Esses sinais sustentam o preço das commodities em níveis recordes nos últimos anos, reforçando o cenário positivo para o Brasil e outros países exportadores.

O segundo pilar de sustentação desse quadro benigno era baseado na reorganização da política econômica brasileira e na perspectiva de reformas estruturais que visam desarmar a bomba fiscal, melhorar o ambiente de negócios e retomar o crescimento sustentável do país. O esforço do governo e a qualidade das medidas já começam a fazer efeito, a exemplo da primeira melhora da avaliação do país por uma importante agência de risco (Moody's), desde a perda do *investment grade* ano passado.

Porém, a tão esperada inflexão da atividade econômica não ocorreu ainda, apesar dos sinais de que a recessão está no fim. A produção industrial (PIM) de janeiro apresentou retração de 0,1%, melhor do que a queda projetada pelo mercado. O mercado e o Ministério da Fazenda projetam crescimento de apenas 0,5% em 2017.

O longo período de depressão econômica e a política monetária contracionista promovida pelo Banco Central levaram à forte queda das taxas de inflação. As projeções do mercado indicam que a inflação deve ficar em torno de 4,0% em 2017, bastante abaixo da meta do BC, abrindo espaços para cortes de juros ainda maiores nas próximas reuniões do Copom.

Já se discute a redução da meta de inflação para 2019, diante da ancoragem das expectativas do mercado para 2018 e 2019, consequência do grande hiato do produto, a estabilização do Real e da indexação da nossa economia, que nesse momento gera uma dinâmica baixista nos preços, em função da queda nas taxas correntes.

Nos primeiros meses de seu governo de transição, Michel Temer focou na questão fiscal, principal fator de risco de nossa economia e de perda da confiança dos agentes econômicos. A aprovação da PEC 241 é fundamental para a estabilização do gasto e

endividamento público, mas a principal batalha ainda é a Reforma da Previdência. O encaminhamento de uma solução de médio-longo prazo para essa questão é crucial para devolver ao Estado sua capacidade de investimento.

Em meio à denúncias de envolvimento de ministros com escândalos de corrupção e aguardando o julgamento do TSE, que pode cassar a chapa da qual era vice-presidente, Temer enviou ao Congresso uma proposta de reforma bastante profunda.

Pressionado pelos agentes econômicos, pela Lava Jato e por governadores envolvidos na maior crise fiscal da história, o Congresso deverá aprovar mudanças importantes nas regras de aposentadoria, após a exclusão de temas sensíveis aos grupos organizados, de modo a construir uma ponte para que governos futuros voltem a propor outras medidas que visem garantir a sustentabilidade do sistema no longo prazo.

Passada a discussão da Previdência, o Governo deverá focar no crescimento da economia. As medidas microeconômicas propostas até aqui (Reforma Trabalhista, Lei de Licitações, marco regulatório do petróleo) são importantes para melhorar o ambiente de negócios no país, mas não devem impactar a atividade, tampouco a popularidade do Governo, no curto prazo.

A liberação de saque do FGTS ajuda a estimular o consumo, mas a equipe econômica precisará buscar novas formas de estímulo da economia através do investimento privado, como concessões e privatizações. Mantemos uma visão construtiva para a retomada gradual da atividade, mas é fundamental que a população sinta a melhora da economia, através do crescimento de renda e da melhora do emprego, para que a atual agenda reformista do Governo ganhe força junto ao eleitorado, reforçando as chances do candidato que melhor defendê-la nas eleições de 2018.

É nisso que acreditamos!

ESTRATÉGIA DE RENDA VARIÁVEL

Em mês de realização nos ativos de renda variável e queda do Ibovespa (-2,52%), nossos fundos de ações apresentaram resultado negativo, enquanto os fundos da estratégia Long Short apresentaram retornos abaixo do CDI.

Nossas posições nos setores de Siderurgia, Mineração e Papel & Celulose, mais ligados à dinâmica global, estiveram entre as principais detratoras de resultado no mês. Vale destacar que nossa posição no setor de Mineração foi destaque positivo no resultado do trimestre.

Ao longo do trimestre, reduzimos a exposição dos nossos fundos Long Only nos setores cíclicos globais, ligados a commodities, que já precificam o ritmo de crescimento global e o novo ambiente econômico nos EUA.

Apesar de entendermos que o valor atual das ações de Vale ainda reflete um preço médio do minério bastante negociado atualmente, (\$80-90/ton CFR China), há razões fundamentais para que a commodity não se sustente nos atuais níveis, o que deverá gerar uma pressão nos preços das ações.

Em março, também realizamos perda no setor de Saneamento, posição que foi bastante reduzida ao longo do mês.

A principal contribuição positiva em março veio do setor de Shoppings & Malls, através do qual exploramos o tema de queda estrutural da taxa de juros no Brasil. Também obtivemos ganhos marginais no setor de Saúde e Serviços Financeiros.

Nos fundos Long Short, destacamos os ganhos com as posições vendidas em Bancos, e no setor de Proteínas, em consequência da forte queda das ações após a divulgação da operação Carne Fraca.

A perspectiva de aprovação de parte da reforma da previdência enviada ao Congresso e consequente redução dos prêmios de risco, somada a um ciclo mais profundo de corte das taxas de juros, deverá levar a redução da taxa de descontos nos modelos de precificação dos ativos.

Por isso, mantivemos a exposição em empresas de maior alavancagem financeira e fluxos de caixas recorrentes e reajustados pela inflação, que devem se beneficiar da redução no custo de capital, porém reduzimos a exposição em Saneamento e elevamos as de Elétricas e de Shoppings.

Também aumentamos exposição aos setores mais impactados pela retomada do consumo, recuperação da renda e expansão do crédito, dado que a inflexão da atividade econômica deverá ocorrer esse ano, ainda que em ritmo lento e gradual.

Nos fundos long short, seguimos vendidos em empresas de perfil defensivo, especialmente nos setores de consumo básico e varejo de alimentos, negociados a múltiplos mais elevados e que não deverão ter seus resultados afetados tão positivamente, caso nosso cenário de recuperação macroeconômica se materialize.

ESTRATÉGIA MACRO

Nossos fundos tiveram performance positiva no mês. O AZ Quest Multi teve retorno de 1,50% (143% do CDI), enquanto o AZ Quest Yield se valorizou 1,52% (145% do CDI).

O fundo AZ Quest Multi superou seu objetivo de retorno nesse trimestre (233% do CDI), o que se refletiu no crescimento do seu patrimônio, que atingiu R\$ 315 milhões. Lembramos do lançamento do AZ Quest Multi Max, fundo que seguirá estratégia semelhante à do AZ Quest Multi, com maior orçamento de risco.

Obtivemos contribuição positiva em boa parte das estratégias, com destaque para o resultado nas posições de juros nominais e na compra de Peso Mexicano. Devido à incerteza do cenário político e baixo custo dos hedges, temos aproveitado para colocar diversas posições de seguros contra os riscos de cauda gerados por eventos políticos e econômicos, no Brasil e no exterior.

Os juros locais seguiram em movimento de fechamento, com *steepening* da curva. Nossa posição aplicada nos vértices mais curtos da curva dos DI's apresentou fortes ganhos. A forte queda nos índices de inflação abre espaço para que o Banco Central acelere o corte de juros básicos.

Mesmo com prêmios menores nessa parte da curva, seguimos acreditando na viabilidade de cortes adicionais na Selic, acima da expectativa do mercado. Seguimos comprados em NTN-Bs de prazo intermediário, que carregamos há alguns meses, dada a inflação implícita nesses ativos. Acreditamos na convergência dos juros reais ao longo dos próximos meses.

Também destacamos o bom resultado das posições de moedas, principalmente através da compra de Real e Peso Mexicano, contra o Dólar. Encerramos nossa posição vendida em Euro, em função da redução do risco político e da divulgação de dados positivos de atividade, que elevam as chances do BCE seguir o FED e antecipar o início de normalização monetária nos próximos meses.

O Real deverá se manter valorizado, principalmente devido ao fluxo de moeda estrangeira, consequência de uma balança comercial que poderá atingir USD 70 bilhões, caso a safra agrícola confirme a previsão de recorde de produção e as commodities metálicas sigam em alta. Também reforça esse movimento o potencial de entrada de capital estrangeiro no processo de privatizações e concessões previstas para os próximos semestres. Com o estoque de swaps chegando ao fim, não será surpresa se a moeda americana baixe de R\$3,00.

A estratégia de valor relativo em ações gerou perdas, principalmente em função das posições compradas em setores cíclicos globais (Siderurgia e Mineração) e de Utilities (Saneamento e Elétrico). Mantivemos nossa posição comprada em bolsa, acreditando na retomada gradual da atividade e melhora na confiança dos agentes, frente a aprovação parcial da reforma da previdência.

ESTRATÉGIA DE CRÉDITO

O AZ Quest Luce teve um rendimento de 109% do CDI. Apesar de mantermos uma carteira bem conservadora (caixa e LFT em aprox. 59 do PL), os bons resultados das carteiras de debêntures e LFSN's levaram o fundo a novamente apresentar rentabilidade acima do seu objetivo de longo prazo.

O AZ Quest Altro teve um rendimento de 111% do CDI no mês, em linha com sua rentabilidade alvo de longo prazo.

Decidimos pelo seu fechamento temporário a fim preservar a capacidade do fundo de atingir seu objetivo de retorno de longo prazo, diante das condições atuais do mercado de crédito privado no Brasil e do rápido crescimento do seu patrimônio. Sua reabertura para novas captações ficará sujeita à decisão do gestor, que avaliará as condições futuras do mercado de crédito.

O mercado de emissões ficou mais ativo ao longo do mês de março e continuou forte nesse início de abril. Nossa percepção é de que essa tração tem um caráter mais estrutural e poderá continuar caso não ocorra alguma ruptura no atual cenário político e econômico. Em nosso segmento de atuação (ativo High Grade), vemos essa forte atividade tanto através das ofertas públicas quanto *dos private placements e club deals*. Isso é bastante positivo para nossos fundos e permitirá fazermos uma gestão de risco x retorno mais eficiente.

No mês, analisamos oito ofertas primárias para o AZ Quest Luce e dez para o AZ Quest Altro, sendo alocados em três e seis dessas ofertas, respectivamente. Outras duas ofertas primárias terão seu *bookbuilding* apenas em abril.

Fomos muito ativos no mercado secundário, tanto na ponta de compra quanto de venda, em especial no AZ Quest Altro. Destacamos a zeragem de uma posição numa empresa do setor elétrico, devido à clara deterioração de suas condições credífcias. Também reduzimos algumas posições de debêntures hedgeadas, visto que seus preços já estavam em níveis que considerávamos atrativos para venda.

ESTRATÉGIA DE ARBITRAGEM

Pelo quarto mês consecutivo, o AZ Legan Low Vol superou o CDI, com valorização de 1,10% (105% do CDI).

A estratégia de maior contribuição para o fundo foi de Financiamento e Reversão em Tripé de PETR4 e VALE5. Também obtivemos retornos positivos com a estratégia de Box Quatro pontas (Opções – BVSP / BMF), Cash & Carry e Financiamento a Termo no mercado de Ações.

O aumento da liquidez no mercado, aliada à redução do custo do fundo no final de 2016, geram um quadro mais favorável para nossa estratégia e aumentam a eficiência do produto. Acreditamos que, com a manutenção do cenário atual, o fundo voltará a apresentar a consistência de retorno observada em períodos anteriores.

O Az Legan Termo apresentou valorização de e 0,99% (94,57% do CDI). A rentabilidade do mês foi impactada pela transferência de Administradores e mudança do método de contabilização das operações de financiamento a termo

RENTABILIDADES


	Fundos	Início	Rentabilidades		Comparação com Benchmark	
			mar/17	2017	mar/17	2017
Ações	AZ QUEST AÇÕES FIC FIA	01-jun-05	-3,94%	5,43%	-1,4 p.p.	-2,5 p.p.
	AZ QUEST SMALL MID CAPS FIC FIA	30-dez-09	-2,35%	14,00%	-0,9 p.p.	-2,1 p.p.
	AZ QUEST TOP LONG BIASED FIC FIA	18-out-11	-1,98%	15,25%	0,4 p.p.	7,1 p.p.
	AZ BRASIL FIA	02-mai-16	-3,12%	5,50%	-0,6 p.p.	-2,4 p.p.
Long Short	AZ QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-nov-07	0,63%	3,60%	60%	119%
	AZ QUEST TOTAL RETURN FIA	23-jan-12	0,44%	4,23%	42%	139%
Macro	AZ QUEST YIELD FI RF LP	20-set-12	1,52%	4,94%	145%	163%
	AZ QUEST MULTI FIC FIM	13-set-13	1,50%	7,07%	143%	233%
	AZ QUEST MULTI MAX FIC FIM	24-fev-17	-	-	-	-
Crédito	AZ QUEST LUCE	15-dez-15	1,15%	3,39%	109%	112%
	AZ QUEST ALTRO	11-dez-15	1,17%	3,67%	111%	121%
	AZ LEGAN VALORE	28-abr-14	1,13%	3,36%	108%	111%
	AZQ DEBENTURES INCENTIVADAS	06-set-16	1,31%	4,32%	1,3 p.p.	0,6 p.p.
Previdência	ICATU SEG AZ QUEST PREV. MULTIM.	22-abr-15	-0,04%	2,87%	0,0 p.p.	-1,6 p.p.
	AZ QUEST ICATU PREV RENDA FIXA	09-set-16	1,18%	3,43%	112,69%	113,08%
Arbitragem	LEGAN LOW VOL	28-nov-08	1,10%	3,26%	104,85%	107,53%
	AZ LEGAN TERMO	03-ago-15	0,99%	3,04%	94,58%	100,15%
Caixa	AZ CASH SOBERANO	02-mai-16	1,01%	2,92%	96,63%	96,21%

Índices	mar/17	2017
CDI	1,05%	3,03%
Dólar (Ptax)	2,23%	-2,78%
Ibovespa - Fech	-2,52%	7,90%
IGPM	-0,05%	-0,15%
IBX-100	-2,35%	8,14%
Índice Small Caps	-1,45%	16,10%

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

As informações contidas neste material são de caráter meramente e exclusivamente informativo, não se tratando de qualquer recomendação de compra ou venda de qualquer ativo negociado nos mercados financeiro e de capitais. A AZ QUEST não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste material. A AZ Quest Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Todos os fundos de investimento geridos pela Quest Investimentos Ltda. utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Nenhum fundo conta com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses.

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



Prospecto de acordo com Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.