



Carta Mensal

Fevereiro | 2010



São Paulo, 18 de março de 2010.

Prezado Investidor,

Seguem nossos comentários sobre o cenário macroeconômico atualizado e desempenho dos fundos.

Atenciosamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Walter Maciel', with a stylized flourish at the end.

Walter Maciel
Quest Investimentos Ltda.

I. Cenário Macroeconômico, por Paulo Pereira Miguel

Nosso cenário global para 2010 permanece positivo, embora sujeito a três riscos principais:

- 1) redução do ritmo de atividade econômica nos EUA, que consideramos pouco provável;
- 2) incertezas derivadas do *exit strategy* em alguns dos principais países, especialmente EUA e China, que consideramos sérias, mas esperamos resolução provável benigna ao longo do ano; e
- 3) a sustentabilidade fiscal nos países centrais, especialmente na periferia da Europa.

Mantivemos ao longo de fevereiro uma visão otimista a respeito dos dois primeiros riscos, mas acreditávamos que a questão europeia continuaria a pesar sobre os mercados, o que acabou não ocorrendo.

Para os próximos meses, continuamos a acreditar em crescimento acima do consenso de mercado nos EUA (3 a 4% ao longo do primeiro semestre de 2010), mas ainda insuficiente para desencadear a necessidade de forte aperto monetário. Neste sentido, o Fed encerrará as medidas extraordinárias de liquidez, mas não acreditamos que haja alteração no tom de acomodação a respeito dos juros no primeiro semestre. Também projetamos crescimento forte nos países emergentes, na China em particular, e uma combinação de políticas contracionistas (monetária, fiscal, cambial e de crédito) que não comprometerá a percepção de sustentabilidade do crescimento.

Quanto à situação fiscal, os riscos de crédito permanecem iminentes na periferia europeia, ainda que tenham diminuído nas últimas semanas. Mesmo que sejam definidos programas críveis de ajuste fiscal, seguidos de ajuda financeira da União Europeia, estes teriam impactos negativos sobre a atividade no médio prazo.

Acreditamos, portanto, em um cenário construtivo para os próximos meses, a ser progressivamente incorporado ao passo em que se confirme o crescimento sólido nos EUA e haja mais clareza quanto ao processo de aperto monetário na China. Uma possibilidade interessante neste cenário é a combinação entre preços de commodities em alta e dólar forte, que, se ocorrer, levaria o mercado a considerar mais sérios os riscos de inflação e juros no mundo emergente, inclusive no Brasil.

No Brasil, mantemos o cenário de crescimento de 6% do PIB em 2010 e revisamos a projeção de IPCA para 5.1%, dada a deterioração dos dados no curto prazo. Em 2011, nossos modelos apontam IPCA próximo a 5,5% na ausência de uma ação do Banco Central, o que nos leva a esperar uma alta de três pontos percentuais na taxa de juros ao longo desse ano. Reconhecemos, no entanto, que os riscos de inflação e juros estão viesados para cima, principalmente em um cenário de surpresa positiva no crescimento global (algo que consideramos seriamente) e pressão de commodities no contexto doméstico de ociosidade cada vez menor dos fatores de produção.

II. Estratégia Macro, por Marcelo Villela

Na primeira quinzena de fevereiro as atenções dos mercados se voltaram para a deterioração do risco dos países periféricos e o risco de contágio fez com que os spreads de crédito soberano mudassem de patamar. A sustentabilidade fiscal nos países de G7 é um risco que vai rondar por todo o ano de 2010. Os mercados, que já vinham desde janeiro em um processo de correção, tiveram uma queda expressiva.

Um vetor importante que expressa bem a falta de confiança com a sustentabilidade fiscal dos países periféricos da Europa foi a grande perda de valor do euro contra o dólar, que na virada do ano estava em 1,43 e hoje está em 1,35. Este movimento foi acompanhado também por uma forte queda dos ativos com componentes cíclicos, desencadeando forte queda no IBOVESPA, que chegou a atingir 61.000 pontos. Na segunda quinzena de fevereiro, com o apoio da União Européia à Grécia, a deterioração foi estancada e os preços dos ativos de risco começaram a se recuperar e incorporar novamente a melhora do cenário macroeconômico de atividade global.

Neste ambiente que tem como pano de fundo uma melhora de atividade global, mas também vários riscos que se contrapõem ao longo do tempo, os ativos ao longo dos últimos dois meses ficaram abrigados dentro de um range de preços. A falta de tendência favoreceu as posições de carregamento, devido ao movimento de fechamento das taxas de juros longas e também à queda de volatilidade das opções de todas as classes de ativos.

Apesar do risco baixo desde janeiro, a carteira ainda tinha um componente cíclico de recuperação de atividade local e global, expresso pelo portfólio de bolsa e pela carteira de moedas *offshore*. O portfólio de bolsa sofreu com a queda dos cíclicos mencionada acima. A carteira de moedas sofreu com a grande queda de volatilidade das opções de longo prazo (play de carregamento discutido acima), apesar do mercado ter sofrido uma grande correção. Para financiar a queda de volatilidade das posições de longo prazo, financiamos em parte via venda de volatilidade do real que ainda está muito alta comparativamente a outras moedas.

A posição short no mercado de juros local teve uma rentabilidade positiva no mês. A deterioração do quadro inflacionário aliada ao risco de elevação da taxa de juros na reunião do Copom em março, explicaram o movimento de abertura de taxa no mês de fevereiro.

Olhando para frente, ainda estamos mantendo o risco baixo, focando em alguns temas de maior visibilidade. Um deles, a recuperação da atividade global, via ações locais, com destaque para preços de commodities. Outro tema é a normalização dos juros nos países emergentes, através da posição short nos juros curtos nos países que podem sofrer pressão inflacionária.

Em linha com nossa visão sobre a questão fiscal na Europa e sobre a recuperação norte-americana, mantemos ainda a posição vendida no euro e na libra esterlina via opções. Na Inglaterra, a combinação de um processo eleitoral mais complicado e de como se dará o ajuste fiscal após a eleição faz com que a moeda fique pressionada com risco grande de desvalorização contra o dólar.

III. Estratégia Trading, por Luiz Alberto Marques

No mês de fevereiro o fundo apresentou resultado praticamente zerado no câmbio. Tivemos perdas na posição comprada no dólar para proteger o livro de bolsa e ganhos nos *daytrades*. Tal posição de hedge estava comprada em *call spreads* de dólar fora do dinheiro para os meses de abril e maio, buscando proteção para um stress de moedas que levasse o BRL para níveis acima dos 1,900.

O mês começou com expectativas negativas para os mercados de renda fixa e moedas em função dos problemas de financiamentos dos países europeus do grupo chamado PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), dando continuidade ao movimento de aversão a risco dos mercados. Somaram-se a este quadro as expectativas negativas de saldo em conta corrente, balança comercial e possibilidade de redução do fluxo de FDI em função do possível cancelamento das ofertas de IPO devido à crise européia. No entanto, o otimismo com relação a uma possível retomada do crescimento dos EUA, a possibilidade de crescimento ainda muito forte na China, e um elevado PIB no Brasil para o ano de 2010, deram impulso às commodities, levando a um desmonte das posições de hedge por parte de diversos players do mercado. Isto levou o BRL a se valorizar 4,19% em fevereiro (Ptax venda de fechamento do mês em 1,8110 e dólar spot com ultimo negócio em 1,8074).

Com relação ao mercado de renda variável, o resultado foi obtido com venda de volatilidade de Petrobras e Vale, via figuras de opções para o mês de março, e também na carteira contra o índice. Os principais destaques da carteira ficaram para os setores de petróleo, siderurgia e construção civil. Além disso, pares intra-setoriais em consumo e elétricas, bem como spreads ON x PN, também contribuíram positivamente para o resultado do mês.

IV. Estratégia Ações - Long Only e Long & Short, por Fábio Spinola

O mês de fevereiro foi caracterizado pela alta volatilidade que mencionamos no último parágrafo do mês de janeiro, em que dizíamos "...apesar dos riscos e da volatilidade de curto prazo, continuamos acreditando que o cenário econômico mais provável é o de continuidade da recuperação econômica global". E de fato os dados macroeconômicos internacionais vieram ao encontro de nossa visão mais otimista que o consenso para a recuperação econômica, o que não foi suficiente para dissipar os temores quanto à condição fiscal dos países periféricos europeus, particularmente a Grécia, motivo da alta volatilidade ao longo do mês, com o índice Ibovespa variando quase 8% entre a mínima e a máxima.

Diante deste cenário global, de crescimento forte capitaneado por China e EUA sendo corroborado pelos dados econômicos, e diante dos rumores de que o reajuste do minério de ferro estaria se aproximando e poderia ser muito elevado, a Bolsa brasileira em fevereiro foi puxada pelo bom desempenho dos papéis ligados à mineração, Vale e CSN especialmente, que repondem por quase 20% do índice. O Quest Ações FIA capturou o bom desempenho destes papéis e teve o setor de mineração / siderurgia como o grande responsável pelo desempenho do mês, inclusive por meio de uma posição menor em MMX, destaque absoluto de rentabilidade no período.

Nosso cenário doméstico nos leva a esperar uma alta de três pontos percentuais ao longo do ano de 2010 com viés para cima, especialmente em um cenário de maior alta do crescimento global e com pressão sobre os preços de commodities. Diante deste cenário, viemos trabalhando a análise à sensibilidade das companhias brasileiras tanto a um crescimento mais forte quanto a um maior aperto monetário, e a concluímos que as empresas brasileiras permanecem sobremaneira desalavancadas e são poucas aquelas companhias que terão compressão significativa de lucros por conta de aumento das despesas financeiras, um número ainda menos terá problemas de caixa para honrar seus compromissos de curto prazo, ou seja, as companhias brasileiras possuem balanços sólidos. Temos que ficar atentos ao efeito de uma alta de juros na linha da receita das empresas. Posto isso e como dito na carta de janeiro, continuamos preferindo estar posicionados em empresas com exposição ao mercado doméstico, mas mais defensivas ¹, e estamos mais cautelosos com incorporadoras por conta do impacto de juros no financiamento imobiliário (pequeno impacto real, mas imbutem grandes expectativas de crescimento) e neutros em bancos por achar já bem precificado o impacto positivo do aumento de juros (pendente da oferta do Banco do Brasil com potencial peso no papel pelo tamanho)

Um destaque negativo do mês que vale menção foi Hypermarcas, empresa que julgamos defensiva a despeito das críticas de ser cara ² e cujo desempenho no mês foi negativamente impactado pelo anúncio de uma oferta de ações que pode superar R\$1bn, destinada a financiar as inúmeras aquisições que a empresa vem realizando, um motivo bom dado a competência que o management tem demonstrado em consolidar os setores em que atua, mas que criou uma pressão sobre o papel. Por ser consolidadora, geradora de caixa e exposta a produtos básicos e de ticket baixo,

¹ Por empresas defensivas entendemos aquelas que tenham ao menos algumas das seguintes características: (i) maior exposição ao consumo básico; (ii) balanço sólido; (iii) alta previsibilidade de resultados; e (iv) valuation ainda interessante

² Hypermarcas é uma empresa cara pelos múltiplos convencionais (P/E, EV/EBITDA etc.), mas não por geração de caixa, dado que parte da geração de valor da empresa está no benefício fiscal dos ágios das aquisições e na competência do *management* de capturar sinergias com estas aquisições, duas premissas que assumimos atribuindo um desconto e ainda assim encontramos valor.

continuamos gostando do modelo de negócios da companhia, em nossa visão ainda não precificado nos atuais preços de mercado.

Outra surpresa negativa no mês foi BM&F Bovespa (BVMF), cuja queda foi associada a um resultado abaixo do esperado com guidance de despesa operacional e investimentos maiores. Segundo a empresa, os objetivos dos investimentos são para aumentar capacidade de negociação, para nova plataforma de negociação desenvolvida em conjunto com CME, novo data Center e outros projetos. O nível dos investimentos em 2010 deve voltar aos patamares de 2009. O racional das maiores despesas para 2010 é o maior investimento para os próximos dois anos e acreditamos que o mercado precificou toda a queda de lucro no curto prazo (menor do que 10% em 2010) e não colocou no modelo os benefícios gerados pelos investimentos no longo prazo. Pensamos que os investimentos fazem sentido e geram valor para a companhia, além de aumentar as barreiras de entrada para possíveis competidores, logo, também enxergamos como um movimento exagerado o desempenho das ações em fevereiro.

Desta forma, ainda que tenhamos antecipado o movimento positivo em minério de ferro, o Quet Ações FIA rentabilizou 1.4% no mês, levemente abaixo do índice, alta de 1.7%, em função da volatilidade do mercado, que nos tornou mais conservadores, e de algumas surpresas negativas inesperadas, como os dois casos supramencionados, BVMF e Hypermecas, dentre outros.

Os fundos L&S da Quest, Fundo Quest Long&Short e o Fundo Quest Equity Hedge, rentabilizaram 0.51% e 0.53%, respectivamente, um pouco abaixo do CDI, impactado negativamente pela alta volatilidade e por alguns pares cuja dinâmica de preço foi muito mais ditada por fluxo do que por fundamento.

Para março, continuamos otimistas com as perspectivas para o reajuste de preço do minério de ferro e atentamente monitorando os desdobramentos do novo marco regulatório para o petróleo, que pode fornecer os detalhes finais do formato de capitalização da Petrobrás. O início do aperto da política monetária, não descartamos o início do ciclo já na reunião de março, nos torna mais cautelosos nas incorporadas imobiliárias, mas não otimistas com bancos por valuation, embora seja positivo. Todo este cenário de Bolsa será muito provavelmente permeado por volatilidade dos mercados em razão dos desdobramentos das questões fiscais nos países europeus, dúvidas com relação ao Euro e à moeda chinesa, formato e cronograma do processo de retirada dos estímulos fiscais nos países avançados e eleições no Brasil, dado que o período de desincompatibilização dos candidatos se dará ao fim deste mês (início do próximo).

V. Atribuição de Performance | Fevereiro de 2010

Macro

Ativo / Setor	Quest 1 FIM	Quest 30 FIC FIM	Quest Absoluto FIM	Quest Institucional FIM
Bolsa	0,02%	0,10%	0,37%	-0,09%
Bolsa ex-Brasil	0,06%	0,11%	0,21%	-
Dólar	-0,12%	-0,13%	-0,55%	-0,06%
Outras moedas	-0,09%	-0,38%	-0,45%	-
Outros ativos ex-Brasil	-0,05%	-0,10%	-0,18%	-
Inflação Brasil	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%
Juros Brasil	0,06%	0,13%	0,28%	0,07%
Quest Quant Master FIM	0,05%	0,06%	0,03%	-
Caixa	0,55%	0,48%	0,45%	0,59%
Despesas	-0,03%	-0,08%	-0,13%	-0,02%
Custos	-0,11%	-0,14%	-0,15%	-0,07%
Rentabilidade Líquida	0,33%	0,05%	-0,13%	0,41%

Long Only | Long Short

Ativo / Setor	Quest Ações FIA	Quest Ações Institucional FIA	Quest Long Short 30 FIM	Quest Equity Hedge FIM
Agronegócio	0,08%	0,07%	0,02%	0,03%
Bens de Capital	-0,03%	-0,02%	-0,01%	-0,02%
Construção Civil	0,66%	0,68%	0,26%	0,40%
Consumo	0,28%	0,21%	-0,02%	-0,13%
Elétricas / Saneamento	0,16%	0,16%	0,12%	0,37%
Inst. Financeiras / Seguros	-0,73%	-0,72%	-0,31%	-0,49%
Logística / Transportes	0,04%	0,04%	-0,01%	-0,01%
Mineração / Siderurgia	1,42%	1,34%	0,48%	0,64%
Papel & Celulose	0,00%	0,00%	-0,02%	-0,02%
Petróleo, Gás e Petroquímica	-0,14%	-0,10%	-0,13%	-0,19%
Telefonia, Mídia e Tecnologia	-0,02%	-0,03%	-0,01%	-0,01%
Caixa e Termo	0,02%	0,02%	0,36%	0,25%
Custos/Despesas	-0,34%	-0,31%	-0,22%	-0,29%
Rentabilidade Líquida	1,41%	1,36%	0,51%	0,53%

Trading

Ativo / Setor	Quest Iporanga FIM	Quest Iporanga Plus FIM
Bolsa	0,33%	0,90%
Dólar	-0,11%	-0,24%
Inflação Brasil	-	-
Juros Brasil	0,01%	0,01%
Caixa	0,55%	0,51%
Despesas	-0,09%	-0,17%
Custos	-0,11%	-0,17%
Rentabilidade Líquida	0,59%	0,84%



Carta Mensal

Fevereiro | 2010



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