

Carta Mensal

Janeiro | 2010



São Paulo, 12 de fevereiro de 2010.

Prezado Investidor,

Em janeiro fomos surpreendidos com a forte realização dos mercados. Apesar de termos previsto, em nossa carta anual, vários dos riscos incorporados aos preços ao longo mês (com exceção do discurso mais agressivo do Governo Obama a respeito do setor financeiro), esperávamos que aparecessem ao longo do ano, de maneira mais gradual.

Os fundos das Estratégias Macro e Trading apresentaram retornos inferiores ao benchmark, enquanto os fundos Long Short e Long Only obtiveram sólido desempenho, bastante acima do CDI e do Ibovespa.

No entanto, devemos ressaltar que nossas métricas de risco foram eficientes e protegeram os investidores de perdas mais significativas.

Continuamos firmes em nosso cenário de investimentos de longo prazo, ancorado pela recuperação da economia norte americana e pela solidez dos fundamentos do Brasil e da China. Porém, acreditamos que a crise de solvência/ liquidez na Europa deverá se intensificar antes que um plano de ajuda do Bloco seja anunciado. Portanto, manteremos uma alocação de risco mais conservadora até o momento em que tenhamos maior visibilidade de curto prazo.

Atenciosamente,

Walter Maciel
Quest Investimentos Ltda.

I. Cenário Macroeconômico, por Paulo Pereira Miguel

Vários dos riscos que havíamos apontado como possíveis fontes de volatilidade ao longo do ano se materializaram em janeiro, antes do que esperávamos. A combinação de dados fortes de atividade e aceleração da inflação na China implicou na alta dos compulsórios e gerou receios sobre a magnitude e os impactos do aperto monetário chinês. A deterioração fiscal e a impossibilidade de reação via política cambial na periferia europeia trouxeram à tona riscos de solvência e, por consequência, de comprometimento do crescimento na Zona do Euro e possível contágio global. Por fim, não ajudou o ruído no cenário político norte-americano, trazendo consigo incertezas sobre a regulação dos bancos.

À luz desses eventos, fizemos rigorosa reavaliação de nossos cenários e chegamos à conclusão que pouca coisa mudou, apesar da forte oscilação dos mercados. Nos EUA e na China o crescimento econômico será satisfatório no 1º semestre e a retirada parcial das políticas monetárias excepcionais deverá se provar benigna. Nestas condições, o crescimento no mundo emergente continuará forte. Porém, entendemos que os mercados permanecerão sensíveis até que o roteiro de remoção de liquidez fique mais claro, o que levará mais alguns meses.

Os principais riscos a esse cenário benigno continuam sendo: (1) o agravamento da crise de solvência europeia e, de maneira mais abrangente, da questão fiscal nas economias centrais; (2) como e quando se dará a retirada dos estímulos fiscais e monetários excepcionais; e (3) tensões geopolíticas crescentes entre EUA e China.

Quanto à crise europeia, entendemos que não há coordenação política suficiente para uma resolução no curto prazo, o que nos sugere que o quadro deverá se agravar antes de melhorar. Ainda que se chegue a um acordo em torno da Grécia, tornou-se evidente a vulnerabilidade do crescimento europeu no médio prazo. Apesar dos riscos de contágio, principalmente pelos canais financeiro e de crédito, não acreditamos que isso desencadearia uma crise de confiança global.

Nos Estados Unidos, mesmo com a retirada dos estímulos, nosso cenário aponta para um crescimento acima do consenso de mercado nos EUA (3 a 4% ao longo do primeiro semestre de 2010), porém insuficiente para desencadear a necessidade de um forte aperto monetário. Com o objetivo de evitar pressões inflacionárias, o Fed iniciaria os procedimentos de remoção das medidas extraordinárias de liquidez, mas manteria o mesmo tom de acomodação nos juros ao longo de todo o período. Também projetamos crescimento forte nos países emergentes, China em particular, e uma combinação de políticas contracionistas (monetária, fiscal, cambial e de crédito) para recolocar as economias num ritmo de crescimento sustentável.

No Brasil, mantemos o cenário de crescimento de 6% do PIB. Quanto à inflação, dada a deterioração dos dados no curto prazo, esperamos IPCA de 4,8% a 5,0% no final de 2010. 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 a partir de abril.

A aceleração da demanda interna implicará em redução do superávit comercial em 2010 para US\$ 10 bilhões, comparados aos US\$ 24,7 bilhões em 2009. Com isso, o déficit em conta corrente passaria de cerca de US\$ 22 bilhões em 2009 para a casa dos 60 bilhões em 2010. O aumento do desequilíbrio em conta corrente e o aumento das incertezas externas também nos levaram a revisar o cenário de câmbio. Passamos a trabalhar com o intervalo R\$ 1,80 a 1,90/US\$.

II. Estratégia Macro, por Marcelo Villela

O mês de janeiro deu o tom do que devemos esperar ao longo de 2010: elevadas incertezas e bastante volatilidade. Iniciamos o ano com uma forte apreciação dos ativos de risco, em virtude dos dados macroeconômicos mais positivos e dos bons resultados das empresas no 4º trimestre de 2009. Ao longo do mês, esse otimismo acabou se revertendo em função do aperto monetário chinês, do risco fiscal dos países periféricos europeus e do endurecimento da retórica do Governo Obama sobre o sistema financeiro norte-americano. Apesar de termos salientados esses riscos em nossa carta anual, não esperávamos que se materializassem com tamanha rapidez. A boa performance atingida nos fundos multimercados no início do ano foi devolvida, e os fundos Quest I, Quest 30 e Quest Absoluto tiveram um desempenho de 0,38% , -0,02% e -0,32% respectivamente.

Neste momento, os mercados se encontram divididos entre os bons dados macroeconômicos, os resultados das empresas e os riscos de curto prazo citados acima. Acreditamos que os mercados emergentes apresentam oportunidades interessantes para o médio prazo, no entanto mantemos baixa alocação do orçamento de risco, já que o mercado pode precificar um maior risco de contágio e de aperto monetário excessivo. A nosso ver, o aperto monetário chinês deve ser visto como um evento saudável, contendo as expectativas de inflação sem prejudicar o crescimento.

Ao longo do mês de janeiro os mercados se alarmaram com a deterioração fiscal da Grécia, Espanha, Portugal e Itália e seu possível impacto na União Européia. Os riscos soberanos tiveram forte alta e o Euro se desvalorizou. Acreditamos que o risco de insolvência é baixo e que o maior risco é o de liquidez (dificuldade na rolagem da dívida). O projeto inicial da união européia é colocar a questão política acima da econômica, o que favorece uma ajuda do Bloco para os países em dificuldade. No curto prazo, permanecemos preocupados e acreditamos que o status do Euro como moeda de reserva será testado ao longo dos próximos meses.

Mantemos uma posição vendida em euro através de opções. Acreditamos que a combinação da recuperação da economia americana e da tensão fiscal dos países periféricos, continuará a pressionar o euro e a favorecer o dólar.

Um risco adicional que surgiu nas últimas semanas é a fragilidade da sustentação parlamentar do governo Obama e a sua contínua queda de popularidade. Acreditamos que o risco de medidas populistas contra o setor financeiro aumentou e resolvemos realizar lucros nas posições em ativos deste setor.

Em renda variável, os fundos Macro mantiveram posição comprada em cíclicos globais, com ênfase em mineração e siderurgia contra posição vendida no índice. A dinâmica de oferta e demanda das commodities continuará a pressionar os preços.

No mercado de renda fixa local e câmbio, optamos manter uma estratégia neutra até a reunião do COPOM, quando colocamos uma posição aplicada na curva longa, por acreditar que os prêmios se reduzirão quando do início do ciclo de alta de juros.

Mantivemos posição comprada no Won coreano contra posição vendida no Yen por meio de opções. A recuperação da economia coreana tem se dado pelas exportações e os fluxos da conta corrente continuam positivos. Quanto ao Yen, acreditamos que o banco central japonês aumentará as medidas de liquidez para evitar uma deflação maior no país, o que impactará a moeda.

III. Estratégia Trading, por Luiz Alberto Marques

A dinâmica do mês de janeiro foi surpreendente. Após um início de mês bastante positivo, uma enxurrada de notícias negativas tomou conta do mercado, em especial na segunda quinzena. Muitos dos temas aguardados para o segundo semestre foram antecipados e algumas “novidades” foram inseridas no contexto.

Os sinais da China para reduzir o ritmo do crescimento econômico dados pelos compulsórios e os aumentos dos juros nos leilões foram as primeiras pedras nos preços das commodities, adicionando incertezas sobre a dimensão e profundidade do movimento. Logo em seguida ocorreu o polêmico discurso do presidente dos Estados Unidos com relação aos bancos, despertando ruídos nos canais de liquidez americanos e globais. Também contribuíram para um mercado mais adverso, o medo de *default* de Grécia e o questionamento das condições fiscais de parte importante da zona do Euro e o despertar para a potencial dificuldade em financiar a conta corrente brasileira em um ambiente mais avesso ao risco.

Operamos os fundos Trading comprados em opções de Vale do Rio Doce acreditando que, apesar da retirada de parte dos estímulos, o modelo de crescimento chinês é sustentável. Não menos importante, nos nossos modelos o preço do minério tem um espaço para correção acima da expectativa de mercado. Entretanto, perdemos um percentual importante do prêmio das opções à medida que o tema deixou de ser crescimento global e passou para aversão ao risco, o papel caiu 11% em quatro pregões.

Quanto à carteira de long short, o resultado foi positivo, com destaque para os setores financeiro, *utilities*, siderurgia e petróleo. Pelo lado negativo, o setor de transportes, Petrobrás e Vale contra o índice.

Os resultados nos mercados de renda fixa foram praticamente nulos. Os ganhos no *trading* foram absorvidos pelas perdas em prêmios de figuras de opções que contemplavam um cenário mais positivo para a moeda.

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

Em janeiro houve forte realização de lucros nos mercados de melhor performance em 2009, bolsas e moedas de economias emergentes e commodities. O Ibovespa caiu quase 5% no mês de janeiro, o dólar se fortaleceu quase 9% diante do Real. As incertezas e volatilidade previstas para o ano em nossa carta anual tiveram início muito antes do que imaginávamos.

Estes riscos e incertezas deverão permanecer em evidência por boa parte do ano. Porém, uma mudança das nossas projeções de crescimento para Brasil dependeria do nível de contágio de tais riscos globais sobre o país. Não acreditamos nesta hipótese, pois os alicerces de nossos temas de investimento, os fundamentos econômicos brasileiros e chineses permanecem sólidos.

Os fundos FIA, Long Short e Equity Hedge apresentaram, em janeiro, um sólido desempenho. O Quest Ações FIA teve queda de -2,67%, enquanto o Ibovespa teve queda de -4,65%. O Fundo Quest Long Short 30 FIM e o Fundo Quest Equity Hedge renderam 1,43% e 1,60%, respectivamente.

Em termos de alocação, continuamos mais otimistas com mineração do que petróleo (com exceção de OGX), em função de nossa expectativa de aumento de preços do minério de ferro em 2010 (estimamos em 30%). Diferentemente do preço do minério, que depende quase exclusivamente da economia chinesa, o preço do petróleo depende da recuperação das economias centrais. Ademais, o risco de nova oferta de ações da Petrobrás para financiar o investimento no pré-sal (fala-se em números entre US\$20bn e US\$30bn e que ocorreria entre o segundo e terceiro trimestres a depender do calendário de aprovações no congresso) coloca um teto no preço destas ações.

No setor de consumo, mantemos nossa convicção nos fundamentos da economia brasileira, mas por *valuation*, preferimos estar com posições em empresas defensivas e mais expostas ao mercado doméstico. Por empresas defensivas, entendemos aquelas que tenham ao menos algumas das seguintes características: (i) maior exposição ao consumo básico; (ii) balanço sólido e (iii) alta previsibilidade de resultados. Entendemos ser o setor financeiro, especialmente os bancos, o melhor *funding* para uma posição em consumo defensivo pelo menor crescimento, por *valuation* e pelos riscos de aumento do compulsório e de aumento de provisões.

Continuamos a privilegiar posições intra-setoriais por acreditar que o ano será mais seletivo em termos de ativos, dada a falta de tendência clara do mercado. Parte importante dos ganhos, especialmente nos fundos L&S, tem vindo das arbitragens entre empresas do mesmo setor, o que implica em menor volatilidade para os fundos. Atualmente, mantemos ao redor de vinte e cinco pares intra-setoriais nos fundos L&S, sempre baseando a análise em distorções por fundamento, eventos de curto prazo, liquidez, análise técnica e fluxo.

Por fim, apesar dos riscos e da volatilidade, continuamos apostando que o cenário econômico mais provável é o de continuidade da recuperação econômica global. Além disso, mantemos nossa convicção nos fundamentos da economia brasileira e no crescimento daquelas companhias com alta exposição ao consumo doméstico. Consumo e investimento deverão ser os principais motores da economia brasileira em 2010.

Reiteramos visão otimista com as perspectivas de valorização consistente do mercado de ações brasileiro no médio prazo.

V. Atribuição de Performance | Janeiro de 2010

Ativo / Setor	Quest 1 FIM	Quest 30 FIC FIM	Quest Absoluto FIM	Quest Institucional FIM	Quest Iporanga FIM
Bolsa	0,08%	-0,03%	0,03%	0,11%	0,01%
Bolsa ex-Brasil	-0,10%	0,13%	0,24%	-	-
Dólar	-0,05%	-0,20%	-0,37%	-0,01%	-0,11%
Outras moedas	-0,01%	-0,12%	-0,32%	-	-
Outros ativos ex-Brasil	-	-0,02%	0,01%	-	-
Inflação Brasil	-0,03%	-0,01%	-	-	-
Juros Brasil	0,05%	-0,07%	-0,06%	-0,07%	-
Quest Quant Master FIM	0,60%	0,06%	0,03%	-	-
Caixa	-0,06%	0,52%	0,48%	0,68%	0,62%
Despesas	-0,12%	-0,12%	-0,19%	-0,03%	-0,09%
Custos	0,08%	-0,15%	-0,16%	-0,08%	-0,12%
Rentabilidade Líquida	0,38%	-0,02%	-0,32%	0,59%	0,31%

Ativo / Setor	Quest Ações FIA	Quest Ações Institucional FIA	Quest Long Short 30 FIM	Quest Equity Hedge FIM
Agronegócio	-0,17%	-0,15%	-0,06%	-0,09%
Bens de Capital	-0,08%	-0,06%	-0,04%	-0,05%
Construção Civil	-0,25%	-0,23%	0,05%	0,01%
Consumo	0,44%	0,45%	0,27%	0,30%
Elétricas / Saneamento	-0,10%	-0,04%	0,22%	0,33%
Inst. Financeiras / Seguros	0,05%	-0,15%	0,53%	0,78%
Logística / Transportes	-0,22%	-0,19%	0,00%	0,00%
Mineração / Siderurgia	-1,13%	-1,42%	0,28%	0,28%
Papel & Celulose	0,01%	0,04%	-0,02%	-0,05%
Petróleo, Gás e Petroquímica	-0,89%	-0,73%	0,04%	0,02%
Telefonia, Mídia e Tecnologia	-0,03%	0,05%	0,18%	0,25%
Caixa e Termo	0,06%	0,03%	0,43%	0,36%
Custos/Despesas	-0,35%	-0,34%	-0,45%	-0,56%
Quest Quant Master FIM	-2,67%	-	-	-
Rentabilidade Líquida	-0,17%	-2,71%	1,43%	1,60%

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.