

# Carta Mensal

Julho | 2011



Prezado Investidor,

Temos grande satisfação em divulgar os resultados de performance de nossos fundos em julho de 2011. Nossa satisfação não se dá somente pelo fato de todos os nossos fundos das Estratégias Macro e Long Short terem obtido desempenho positivo e superior ao CDI no mês, mas, principalmente, por este desempenho ratificar o nosso modelo de negócio e a nossa crença em processos disciplinados e em "team work". É a solidez de nosso processo de investimentos e a qualidade de nossa equipe de profissionais que nos deixa confiantes em entregar resultados consistentes de longo prazo.

Alexandre Silverio encontrou na Quest um time sênior de profissionais que trabalha em conjunto há anos e que segue processos bastante definidos. A Quest encontrou em Silverio um gestor com 16 anos de experiência e currículo vencedor. Logo no primeiro mês nos deparamos com um cenário volátil e bastante adverso e conseguimos, sem solavancos, bater o benchmark e nos colocar no primeiro quartil da indústria no mês e no ano.

Os fundos da Estratégia Long Short já trabalham com exposição bruta maior do que vinham trabalhando nos últimos 12 meses (mas bastante inferior à sua média histórica) e com um número maior de pares. Temos convicção de que podemos melhorar mais ainda a qualidade de nosso desempenho. Para isso reforçamos ainda mais nossa equipe de análise com a contratação de Marcelo V. Gonçalves, que se junta a Luiz Henrique Guerra, Carolina Rocha e Welliam Wang.

Os Fundos da Estratégia Macro também se colocaram no primeiro quartil de performance da indústria, assim como em junho, apesar de que nosso cenário macro que apostava numa recuperação mais robusta da economia norte-americana não ter se confirmado. Esta capacidade de gerar bons resultados mesmo quando o cenário apresenta menor visibilidade se deve à expertise de trading e valor relativo da equipe comandada por Marcelo Santucci.

Aos nossos investidores e distribuidores, que podem apresentar a seus clientes os nossos resultados, ratificando seu voto de confiança, queremos deixar um muito obrigado. Prometemos continuar trabalhando com afincos e diligência.

Atenciosamente,

Walter Maciel

**Quest Investimentos Ltda.**

### CENÁRIO MACROECONÔMICO

O mês de julho foi marcado pela predominância dos temas internacionais. Nos EUA o foco se dividiu entre as incertezas sobre a trajetória de crescimento da economia e a insegurança sobre o processo político para a votação do aumento do limite de endividamento. Na Europa as atenções se concentraram no novo resgate grego e na próxima etapa de combate à crise.

Do lado do crescimento americano, as notícias foram decepcionantes em várias frentes. Os dados ao longo do mês continuaram fracos, em especial a criação de apenas 18 mil empregos em junho e a recuperação do consumo e da produção industrial.

Além disso, a revisão das contas nacionais mostra uma recessão mais funda e uma recuperação mais lenta. É também grave a revisão aplicada à primeira metade do ano, para um crescimento anualizado de apenas 0,8%, contra quase 2% anteriormente. Fica claro, portanto, que o ritmo da economia tem sido bem mais fraco do que o esperado.

Apesar de fatores temporários terem um papel, o fato é que cresce a dúvida sobre a capacidade da economia americana retomar de modo perene um crescimento superior a 2%, taxa mínima necessária para evitar novos aumentos do desemprego.

Mesmo o acordo para o aumento do limite da dívida não elimina as incertezas. A chance de uma redução da nota de crédito americana permanece e os cortes acordados de US\$ 1 trilhão serão um fator adicional de restrição da atividade. A possibilidade de cenários mais adversos se torna cada vez mais palpável, incluindo uma nova recessão.

O terceiro trimestre será crucial para definir a trajetória do mercado. Caso o crescimento não de sinais de que superará 2,5% de modo consistente (o que parece cada vez menos provável), serão inevitáveis reduções mais estruturais nas projeções, incluindo 2012.

Neste ambiente o FED novamente poderá ser premido a uma nova rodada de estímulos, apesar do ceticismo quanto à sua eficácia. De fato, fica a sensação de que a política econômica está sem munição, com implicações importantes para o cenário global.

Do lado europeu, nossa opinião é que a União Européia (UE) deu passos claros e significativos no sentido de uma maior integração fiscal, elemento chave para evitar um cenário de desintegração da moeda comum.

Nesta ótica, o acordo de rolagem da dívida grega em condições mais favoráveis e o aumento da flexibilidade do fundo de estabilização europeu (EFSF) para atuar preventivamente são corretos: (1) foi pela primeira vez reconhecido o problema de solvência grego, com perdão parcial de dívida relevante; (2) o EFSF pode ser visto como uma semente de coordenação fiscal.

Mas os mercados levarão tempo para entender como o novo mecanismo operará, até porque há muitos detalhes em aberto, inclusive em relação ao poder de fogo da EFSF, considerado insuficiente. Além disso, um novo risco recessivo nos EUA e na Europa não

contribui para a confiança, de modo que mesmo melhorias institucionais corretas podem não ser suficientes para evitar um cenário de crise crescente.

Em resumo, o cenário econômico tem se tornado mais preocupante no mundo rico, tendo em vista as decepções quanto ao crescimento. Em nossas análises a probabilidade de eventos mais adversos continua a crescer.

O contraponto continua sendo o mundo emergente. É possível que a China atinja um pouso suave, com crescimento da ordem de 8,5% no segundo semestre. Tendo em vista as incertezas globais e a redução de riscos inflacionários na indústria, é possível que as autoridades chinesas encerrem o ciclo de aperto monetário em breve, o que contribuiria para a confiança global.

Mas é preciso considerar também o impacto de uma nova recessão no G7 para os emergentes, risco que não pode ser desprezado a esta altura. A interrupção geral das altas de juros e a queda da inflação global ao longo do 2º semestre podem ser temas de fundo importantes neste ambiente.

No Brasil mantemos nossa opinião de que haverá uma desaceleração mais evidente ao longo do 2º semestre, mas permanecem para o momento as dúvidas quanto sua intensidade. O emprego e a renda permanecem firmes e devem ser impulsionados pelos dissídios salariais, embora a indústria esteja dando mostras de contração acelerada.

Do lado da inflação, continuam as surpresas altistas nos preços dos serviços, mas a queda dos preços das commodities e a perda de força dos preços industriais devem evitar novas altas (além do padrão sazonal) do IPCA nos próximos meses. Mantemos a projeção de inflação do IPCA em 6,3% neste ano e 5,3% em 2012.

A decisão do COPOM de retirar a referencia ao período "suficientemente prolongado" no ciclo de juros mostra que o BC vê o balanço de riscos para a inflação mais favoravelmente. A piora do cenário global certamente é um contraponto à dificuldade de visualizar uma desaceleração da atividade interna até o momento.

À luz da última ata do COPOM, acreditamos que o ciclo monetário já tenha sido encerrado (nossa expectativa anterior era de mais uma alta de 0,25% em agosto) apesar dos riscos ainda existentes para a inflação. Um cenário global recessivo, se configurado, levaria o BC a uma postura ainda mais acomodativa, possibilidade que deve ser considerada seriamente para os próximos meses.

Do lado do câmbio, consideramos desastrosa a última intervenção nos mercados de derivativos, tendo em vista os numerosos efeitos colaterais. Mas ainda não cremos ser o caso de alterar nossa projeção de câmbio para o fim do ano a R\$ 1,50/USD. O superávit comercial superior a USD 25 bilhões ao ano, a estabilização do déficit em conta corrente em patamar baixo, próximo a 2,2% do PIB, e a aceleração do investimento direto para mais de USD 60 bilhões ao ano, mostram que a sobra de dólares deverá persistir.

Apenas um cenário de recessão global, com queda de commodities, parece ser capaz de alterar o fluxo crescente de capitais para os emergentes. Estamos atentos a estes riscos.

### FUNDOS ESTRATÉGIA MACRO

Todos os fundos da Estratégia Macro obtiveram rentabilidade superior ao CDI no mês de Julho. A sólida performance se deu graças a uma alocação mais conservadora nos fundos ao longo do mês. Na última semana do mês, diante do impasse americano quanto à aprovação do teto da dívida (que poderia gerar um evento de ruptura nos mercados), baixamos de forma relevante a exposição das carteiras.

As maiores contribuições para a performance advieram de posições nos mercados de ações, moedas e dívida externa, enquanto as perdas ocorreram em posições em juros.

Em renda variável, mantivemos posições vendidas no Ibovespa Futuro e na bolsa australiana e também obtivemos ganhos com o giro de S&P. Em moedas, tivemos ganhos na posição comprada em Real (contra o dólar e o Euro) e uma marginal contribuição positiva na cesta que montamos com long MXN, CAD, AUD contra short em JPY, CHF, USD e EUR. Obtivemos um pequeno ganho em dívida externa com o fechamento do spread-over de um bond de um banco brasileiro. As perdas da carteira vieram de exposição em juros. Estávamos tomados em Treasuries de 5y e Eurodollar mas o Payroll, bem mais fraco que o esperado no início do mês, nos fez zerar tal exposição. Além disso, tivemos perdas na posição flattener entre Jan12 e Jan13, pois a curva local começou a inclinar após o relatório de inflação e assim permaneceu após a retirada do termo "suficientemente prolongado" no comunicado do Copom.

O mês de Julho foi extremamente desafiador em termos de leitura de cenário e alocação de risco dada a crescente dependência dos mercados a decisões políticas, em diferentes partes do globo.

Os impasses políticos na Europa (mais um pacote de ajuda as economias periféricas) e nos EUA (com relação ao "debt ceiling"), são exemplos claros do grau de incerteza político que atingem os ativos financeiros na atualidade. No âmbito local também tivemos a publicação de mais uma medida para conter a apreciação do Real. Desta vez, entretanto, abriu-se o precedente da CMN poder estabelecer condições específicas de negociação do mercado de derivativos (a despeito das regras da BM&F e Cetip), não estando claro ainda, como isto afetará a interligação entre os mercados de Spot, Futuros locais e NDF's operados off-shore.

Ao analisar o comportamento de alguns ativos neste mês (até 29/7), como o Ouro (+8%), o Iene (+4.5%) e o Franco Suíço (+8%) frente ao dólar, e do Treasury americano de 5y (-40bp), entendemos o que passa na cabeça dos investidores frente a estes imbróglios: medo, procura por proteção de capital e moeda de valor e fuga do dólar americano.

Comportamento parecido foi visto no mercado local, a Bovespa continuou sofrendo (-6%) com o cenário externo, com a piora da governança em alguns setores e por receio de mais medidas macro. Já a curva de juros começou a fazer um movimento de inclinação, dada a interpretação de que o Copom estaria muito perto de parar o ciclo de

juros, apesar de não haver consenso de que a inflação convergirá para o centro da meta em 2012.

Assumindo que não haja uma situação de default técnico da dívida americana (que teria efeitos catastróficos nos mercados globais, acreditamos na continuidade da tendência de dólar fraco assim como visto desde o começo do ano. A fonte de crescimento do mundo deve ainda ser restrita a alguns Emergentes dado que a Europa, o Japão e os EUA continuam desapontando. Deveremos ter situações de risk-on e risk-off, mas salvo uma recessão global, as moedas e ações emergentes deverão apresentar um desempenho superior às dos Desenvolvidos.

### FUNDOS ESTRATÉGIA AÇÕES

O mês de Julho foi marcado por muita volatilidade, tanto no mercado local quanto internacional. A bolsa voltou a apresentar desempenho negativo, fechando o quarto mês consecutivo em queda, caindo 5,7% e acumulando uma perda de 15,1% em 2011.

No cenário internacional, uma nova rodada de agravamento da crise soberana dos países periféricos europeus deixou os investidores temerosos quanto à possibilidade, cada vez mais real, de um default em algum país da comunidade europeia. As agências de rating tiveram um papel ativo durante o mês, rebaixando o rating de países como Grécia e Portugal em vários níveis. A Grécia foi foco de grande atenção e na penúltima semana do mês um novo pacote de ajuda financeira, bastante amplo e com participação ainda a ser definida da iniciativa privada deu novo alívio aos mercados. Portugal e Itália também estiveram em forte evidência durante o mês e seus spreads de crédito soberano, assim como o da Espanha tiveram forte alta durante julho.

Os EUA tiveram atenção especial dos investidores durante a segunda quinzena do mês em função de dados econômicos ainda anêmicos, mas principalmente, pela perspectiva de falta de acordo político em relação à elevação do teto de endividamento público do país. Por mais provável que um acordo possa parecer, isso não retirará do cenário a possibilidade de um rebaixamento, histórico por sinal, da nota dos títulos públicos americanos. Sem dúvida, tempos de incertezas...

Com tudo isso, os mercados internacionais também se retraíram no mês, com o S&P500 caindo 2,2% no mês e o EUSTOX, índice amplo das companhias europeias, perdendo 6,3%.

No Brasil, o destaque para a bolsa foi a continuidade do movimento de retração dos investidores, principalmente dos estrangeiros, que durante o mês apresentaram posição vendida recorde, para os últimos três anos, em contratos de Ibovespa Futuro. Entre as principais notícias corporativas tivemos como destaque a aprovação, com restrições, pelo CADE da fusão Sadia-Perdigão, o anúncio do plano estratégico da Petrobrás para os próximos cinco anos, o desacordo entre Casino e Pão de Açúcar para possível fusão com o Carrefour e o início da temporada de divulgação de balanços do segundo trimestre das companhias brasileiras. O cenário macro doméstico continuou marcado pela apreciação do real em relação ao dólar e pelas dúvidas em relação ao cenário prospectivo de juros e inflação no Brasil.

# Carta Mensal

Julho | 2011



Diante de tudo isso, a estratégia de ações da Quest continuou privilegiando setores defensivos, principalmente aqueles ligados à economia doméstica, geradores de caixa e bons pagadores de dividendos.

Ao longo do mês, no entanto, começamos a aumentar posição no setor de mineração e petróleo por acreditarmos que, apesar do cenário internacional ainda conturbado, as empresas que compõem esses setores apresentam boa relação risco-retorno nesse momento.

O tema do real valorizado afetando alguns setores da economia doméstica também foi destaque na nossa carteira, com uma posição bastante defensiva em setores como siderurgia, petroquímico e papel e celulose. No que diz respeito aos setores domésticos, a perspectiva de interrupção, indesejável na nossa visão, do ciclo de juros no Brasil trouxe preocupações aos setores ligados ao tema, o que se refletiu em performances negativas para a maioria destes setores, como construção civil, consumo e, em nossa opinião de forma exagerada, o setor bancário.

Para os próximos meses, devemos manter uma postura cautelosa, ainda privilegiando uma carteira defensiva, mas tentando identificar empresas que podem estar trabalhando significativamente abaixo do seu valor justo, fato comum em um ambiente conturbado como o que vivemos atualmente.

A turbulência deverá seguir alta....

# Carta Mensal

Julho | 2011



## RENTABILIDADES

Fundos	Início	Rentabilidades		% do Benchmark	
		Julho	2011	Julho	2011
QUEST 1 FIM	02-Jul-01	1.00%	5.27%	104%	81%
QUEST 30 FIC FIM	19-Oct-04	1.03%	4.66%	107%	71%
QUEST ABSOLUTO FIC FIM	17-Jul-07	1.19%	4.14%	123%	63%
QUEST INSTITUCIONAL FIM	02-May-05	1.11%	5.62%	115%	86%
QUEST AÇÕES FIC FIA	01-Jun-05	-6.07%	-11.75%	-0.3 p.p.	3.4 p.p.
QUEST AÇÕES INSTITUCIONAL FIC FIA	13-Mar-09	-6.17%	-12.02%	-1.0 p.p.	1.3 p.p.
QUEST SMALL CAPS FIC FIA	30-Dec-09	-4.65%	0.00%	1.8 p.p.	10.7 p.p.
QUEST LONG SHORT 30 FIM	28-Dec-06	1.02%	6.86%	105%	105%
QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-Nov-07	1.11%	7.23%	115%	111%
QUEST QUANT FIC FIM	04-Mar-09	0.97%	7.06%	100%	108%

Índices	Julho	2011
CDI	0.97%	6.53%
Dólar (Ptax)	-0.31%	-6.60%
Ibovespa - Fech	-5.74%	-15.12%
IGPM	-0.12%	3.03%
IBX-50	-5.16%	-13.33%
BM&FBOVESPA SMALL CAP	-6.41%	-10.70%

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.