

Carta Mensal

Maio | 2010



São Paulo, 15 de Junho de 2010.

Prezado Investidor,

A crise fiscal europeia trouxe maior aversão a risco e abalou os mercados ao longo de maio. O importante pacote de ajuda anunciado pelo BCE e pelo FMI provocou uma forte reação dos mercados, mas esta recuperação durou pouco e os preços voltaram a sofrer.

A causa de tamanha desconfiança está no entendimento que a situação da Grécia, em particular, é extremamente delicada. O aumento do custo de financiamento de sua dívida pública (de 300bps há poucos meses atrás para os 700bps atuais) aliado à contração do PIB e à conseqüente queda de arrecadação que uma redução dramática dos gastos do governo acarretaria, sugerem que mesmo após um forte programa de ajuste do déficit público a Grécia estaria com endividamento ainda maior em relação ao PIB no médio prazo.

A desalavancagem do setor imobiliário na Espanha e seus efeitos sobre os balanços dos bancos espanhóis, a rolagem da dívida italiana e a situação fiscal de Portugal, similar à da Grécia, são outros fatores que ameaçam manter os mercados sob pressão.

Por outro lado, o crescimento da economia global ainda nos parece sólido. O mercado ainda aguarda como o governo chinês trará a economia de volta para o equilíbrio e receia algum tipo de *hard landing*. Apesar de confiantes com a economia chinesa, sabemos que serão necessárias mais algumas semanas para termos maior visibilidade. A economia americana também se mostra estável e junto com a chinesa são forças que agem como contra peso da fraqueza na Europa.

No Brasil, a economia deve crescer 7% no ano e, assim como na China, a crise europeia favorece o balanço de riscos para um BC mais cauteloso quanto ao aperto monetário.

Portanto, esperamos um cenário ainda incerto nas próximas semanas e manteremos posições nas nossas carteiras mais adequadas a este tipo de ambiente.

Atenciosamente,

Walter Maciel
Quest Investimentos Ltda.

I. Cenário Macroeconômico, por Paulo Pereira Miguel

A despeito da forte ação das autoridades europeias no início de maio (criação de um fundo de estabilização de €500 bilhões e intervenção do BC Europeu nos mercados secundários de dívida soberana), a crise se agravou fortemente ao longo do mês. Fomos surpreendidos pela velocidade com que o mercado avaliou negativamente o pacote europeu, a qual sugere que o nível de insegurança quanto ao cenário permanecerá elevado.

Os fatores de incerteza são muitos. Em primeiro lugar, não está ainda plenamente esclarecido como funcionará o fundo, especialmente em termos do tipo de condicionalidade para desembolso aos países que solicitarem ajuda, nem como será estruturado o mecanismo de garantias dos países membros. Outro problema é a baixa visibilidade do impacto do agravamento da crise no balanço dos bancos europeus, em especial na Espanha, cujas instituições têm enfrentado dificuldades de financiamento cada vez maiores. O ECB permanece sendo a fonte de liquidez geral, mas também está em aberto sua disposição em manter o programa de compra de títulos. Por fim, o aperto fiscal mais forte nos próximos 18 meses coloca riscos adicionais para o crescimento europeu e global.

Pela primeira vez em mais de um ano os riscos ao nosso cenário construtivo de crescimento mundial passaram a ser baixistas. Ainda mantemos uma expectativa positiva para os EUA e países emergentes e continuamos a crer que alguns países europeus podem surpreender para melhor, especialmente a Alemanha. Mas o mercado provavelmente precisará pelo menos de dois a três meses de dados para ter mais clareza sobre o impacto da crise no crescimento. Reconhecemos também que, enquanto a situação na Europa permanecer indefinida, será difícil qualquer melhora consistente das expectativas e os riscos ainda são para o lado negativo. Em especial, cabe considerar um cenário onde Espanha seja compelida a solicitar ajuda do fundo europeu, que, se ocorrer, seria muito negativo.

Nos EUA permanecemos confiantes na retomada na demanda final de consumo e investimento, que deve significar um resultado acima do consenso de mercado. Mesmo assim, ajustamos para baixo nossas expectativas de crescimento para o segundo semestre para 2,5% a 3% (de até 4% anteriormente). Nos países emergentes, a trajetória de aceleração também deve ser interrompida, em grau variado. Na China as medidas de aperto devem surtir efeito e o crescimento convergirá para 9% no 2o semestre do ano, contra 11,5 - 12% no primeiro semestre. A inflação pode fazer um pico em nível próximo a 4% nos próximos meses. Esta combinação seria positiva, pois estaria afastado o risco de superaquecimento na China, que também é um forte fator de incerteza atualmente. Mas, tal como nos outros riscos mencionados, o mercado precisará de mais tempo para crer em um resultado benigno.

A chance de um ambiente positivo depende, portanto, de maior clareza na Europa e da continuidade de crescimento americano e nos países emergentes. Os próximos meses serão de bastante incerteza e a volatilidade dos mercados deverá permanecer alta. O risco de um agravamento da crise na Europa ainda é alto e estamos abertos a revisar ainda mais para baixo nossa expectativa de crescimento global. Mas consideramos ainda prematuro tal movimento, tendo em vista a possibilidade de surpresas positivas nos EUA e na China, em especial.

No Brasil, os dados recentes reforçaram nosso cenário de forte crescimento, em um ambiente em que a ociosidade dos fatores já foi totalmente eliminada. De fato, o desemprego se encontra no mínimo histórico, em 7% e, mesmo considerando certo arrefecimento daqui em diante, pode fechar o ano próximo a 6%. Nossa projeção de crescimento de 7,5% em 2010 está mantida. Do lado da inflação, contudo, o mês passado trouxe boas notícias, com a confirmação da desaceleração nos itens mais voláteis (embora os núcleos continuem pressionados). Reduzimos marginalmente nossa expectativa para o IPCA de 6% para 5,8% no ano e acreditamos que as expectativas de mercado devem permanecer ancoradas por algum tempo.

Tendo em vista a piora do cenário global, que reduziu os preços das commodities, e os riscos maiores ao redor de nosso cenário base, voltamos a trabalhar com uma expectativa de um ciclo de juros de até 400bps (contra 500 no mês passado). Por um lado, a economia interna está sólida, o que vai à direção de um ajuste maior. Além disso, em nosso cenário base não contemplamos um contágio financeiro maior para o Brasil. Por outro lado, o agravamento da crise combinado com certa estabilização das expectativas de inflação ancoraria o ajuste total necessário.

II. Estratégia Macro, por Marcelo Villela

Durante o mês de maio ocorreu uma diminuição expressiva do apetite a risco, culminando em uma das piores performances das bolsas globais desde a crise da Lehman. As posições dos fundos multimercados, apesar de não muito concentradas, sofreram perdas com o aumento da volatilidade. As principais contribuições negativas vieram das posições tomadas em juros (Brasil e Turquia) e das posições no mercado de câmbio.

O início do mês foi marcado pela contínua piora dos títulos dos países desenvolvidos da Europa, aliada à depreciação do valor do Euro. Os mercados operavam com uma correlação elevada entre os *spreads* dos títulos dos países periféricos e centrais da Europa e as bolsas globais. Avaliamos a crise como crônica e entendíamos não haver medida única que resolvesse o problema. Conseqüentemente, os fundos multimercados se posicionaram com posições compradas em dólar e posições vendidas na bolsa brasileira. Com o anúncio inesperado do Banco Central Europeu de compra de títulos dos países periféricos, estas estratégias contribuíram negativamente para o resultado.

O mercado de renda fixa global apresentou dinâmica semelhante à da crise de 2008. Em função do aumento da aversão a risco, as curvas de juros globais (que operavam com pressão altista em virtude da forte recuperação global) fecharam. Embora continuemos otimistas com a dinâmica interna de crescimento do Brasil e da Turquia, optamos por neutralizar as posições tomadas em juros nestes países, dado o aumento da incerteza global.

A despeito de acreditarmos que a situação da economia global permanece com os fundamentos sólidos, estamos pessimistas com as incertezas de curto prazo. Os dados econômicos corroboram nosso cenário de recuperação forte das economias, mas a crise europeia nos preocupa. O risco político e a falta de coordenação entre as partes tornam o cenário macro bastante incerto. Alguns dos fatores de risco que reduzem uma visibilidade baixa são o impacto no crescimento global com a desaceleração da Europa, o possível contágio no setor financeiro europeu e o impacto nos fluxos de capitais, a incerteza com relação a uma possível desaceleração do crescimento chinês e a capacidade de recuperação dos Estados Unidos. Em virtude das elevadas incertezas apresentadas, devemos manter uma exposição de risco baixo nas carteiras com um viés negativo frente os mercados.

III. Estratégia Trading, por Luiz Alberto Marques

Atravessamos o mês com posições nas carteiras dos fundos Trading muito conservadoras em termos de risco direcional e de prazo médio das posições. Reduzimos substancialmente a exposição bruta das estratégias *long/short* e definimos para todas as posições *stops* baseados mais em leituras técnicas do que no cenário macroeconômico. Obtivemos alto índice de acerto nas posições contrárias aos movimentos mais bruscos de preços. Reagimos às grandes altas montando pequenas posições vendidas e às baixas mais expressivas através de pequenas posições compradas. Procuramos não embarcar nas leituras de pioras estruturais, tão pouco em melhoras estruturais.

Os resultados de renda fixa no mês foram positivos. As maiores contribuições vieram das posições de opções de compra de dólar com vencimento em agosto (1,80/1,90/2,00), na posição de euro/real, nos *day-trades* e nos *trades* curtíssimos (1 ou 2 dias) no dólar/real. Por outro lado, houve perdas nas posições tomadas de DI e IDI JAN 11.

Em renda variável, os ganhos foram nas operações de *long/short* no setor de bancos e consumo e no carregamento de uma borboleta com opções de IBOV (64.000/66.000/68.000). As perdas foram em posição comprada em Petrobrás e vendida em volatilidade de opções, também de Petrobrás.

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

É uma crise mais profunda ou apenas aversão a risco? Haverá revisão de crescimento europeu em função da crise? Cremos que sim, mas qual a magnitude deste ajuste? O sistema financeiro europeu conseguirá sair dessa sem comprometer significativamente o crescimento? Há risco de contágio em outras regiões? Como fica a China em sua empreitada contra a bolha no mercado imobiliário? Qual o efeito disso tudo nos preços das commodities?

Muitas perguntas e poucas repostas no momento. Precisamos comprar tempo e estamos dependentes dos dados econômicos e divulgações específicas das autoridades na solução dos problemas para que possamos reavaliar as premissas macroeconômicas.

A seção macro da nossa carta endereça algumas questões importantes, mas com relação à alocação, a falta de visibilidade nos faz manter uma posição defensiva. Logo no início de maio cortamos algumas posições de *duration* longo, privilegiamos as empresas com balanço forte, aumentamos a porção caixa (além das questões acima, as ofertas de Banco do Brasil e Petrobrás são grandes e podem pesar no mercado) e, na Estratégia *Long Short*, reduzimos a exposição bruta das carteiras.

Apesar desta percepção e posicionamento, algumas das nossas posições defensivas não desempenharam como imaginávamos e nossa *outperformance* no mês foi imaterial. Aproveitamos a alta volatilidade durante o mês para recompor, parcialmente, nossas posições em mineração e construção civil e em empresas com múltiplos descontados.

No intra-setorial, nossos pares no setor de telefonia funcionaram bem, porém foram compensados negativamente pelos pares no setor de construção civil.

Estamos revendo nossos modelos à luz do novo orçamento de política monetária no Brasil (400 contra 500bps anteriormente) e reavaliando nossas alocações na carteira.

V. Atribuição de Performance | Maio de 2010

Macro

Ativo / Setor	Quest 1 FIM	Quest 30 FIC FIM	Quest Absoluto FIM	Quest Institucional FIM
Bolsa	-0,09%	-0,19%	-0,67%	-0,10%
Bolsa ex-Brasil	-0,04%	-0,08%	-0,12%	0,00%
Dólar	-0,11%	-0,30%	-0,34%	0,12%
Outras moedas	0,26%	0,09%	0,16%	0,06%
Outros ativos ex-Brasil	-0,39%	-0,30%	-0,52%	0,00%
Inflação Brasil	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%
Juros Brasil	0,17%	0,00%	-0,56%	0,00%
Quest Quant Master FIM	0,09%	0,08%	0,03%	0,00%
Caixa	0,28%	0,24%	0,14%	0,54%
Despesas	-0,05%	-0,15%	-0,14%	-0,03%
Custos	-0,13%	-0,08%	-0,17%	-0,09%
Rentabilidade Líquida	0,00%	-0,69%	-2,18%	0,50%

Long Only | Long Short

Ativo / Setor	Quest Ações FIA	Quest Ações Institucional FIA	Quest Long Short 30 FIM	Quest Equity Hedge FIM
Agronegócio	-0,35%	-0,33%	-0,06%	-0,07%
Bens de Capital	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
Construção Civil	-0,58%	-0,54%	-0,08%	-0,09%
Consumo	-0,26%	-0,24%	0,20%	0,27%
Elétricas / Saneamento	-0,10%	-0,09%	0,15%	0,21%
Inst. Financeiras / Seguros	-0,87%	-0,82%	0,22%	0,28%
Logística / Transportes	-0,29%	-0,27%	0,06%	0,07%
Mineração / Siderurgia	-2,72%	-2,54%	-0,34%	-0,44%
Papel & Celulose	0,00%	0,00%	0,03%	0,03%
Petróleo, Gás e Petroquímica	-1,12%	-1,13%	0,01%	0,04%
Telefonia, Mídia e Tecnologia	0,18%	0,24%	0,24%	0,29%
Outros Ativos	0,00%	0,00%	0,00%	-0,07%
Caixa e Termo	0,09%	0,09%	0,54%	0,47%
Custos/Despesas	-0,38%	-0,34%	-0,27%	-0,26%
Rentabilidade Líquida	-6,41%	-5,97%	0,70%	0,75%

Trading

Ativo / Setor	Quest Iporanga FIM	Quest Iporanga Plus FIM
Bolsa	0,18%	0,18%
Dólar	0,23%	0,48%
Inflação Brasil	0,00%	0,00%
Juros Brasil	-0,07%	-0,14%
Caixa	0,75%	0,74%
Despesas	-0,12%	-0,09%
Custos	-0,13%	-0,19%
Rentabilidade Líquida	0,84%	0,98%

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.