

CARTA MENSAL – JULHO DE 2012

Prezado Investidor,

Em julho, os fundos das diversas Estratégias da Quest Investimentos apresentaram sólida performance.

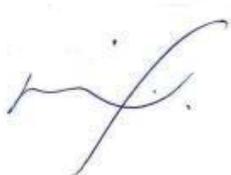
A Estratégia Long Short foi o destaque, com o Quest Equity Hedge FIC FIM rendendo 2,62% no mês (387% CDI). Nos últimos 4 meses, o Fundo rendeu 6,76% (245% CDI). Tendo completado 6 meses de histórico, queremos divulgar a lâmina do Quest Total Return FIA. O Total Return é um Fundo Long Short FIA, onde a exposição mínima Long de 67% acarreta numa exposição bruta maior. Da mesma forma que o Equity Hedge, o Total Return teve desempenho expressivo em julho, fechando o mês com rendimento de 2,85% (421% CDI). Nos últimos 4 meses, o Fundo rendeu 7,62% (274% CDI). Estamos à disposição para maiores informações e para ao envio da lâmina do Fundo.

O Quest Quant FIC FIM rendeu 0,81% no mês (120% CDI), um dos poucos fundos Quant que bateu o benchmark no mês. O Fundo apresenta uma volatilidade anualizada de 0,61%, a mais baixa da indústria, e alta eficiência.

Na Estratégia Ações, o Fundo Quest Small Caps FIC FIA rendeu 4,91% no mês e acumula 17,67%. Desde seu início, em 2009, o Fundo apresenta ganho acumulado de 86,21% (VS 12,63% SMLLBV e – 18,21% Ibovespa). O Fundo Quest Ações FIC FIA apresentou rentabilidade de 2,96% no mês.

A Estratégia Macro continua apresentando resultados consistentes. O Fundo Quest Absoluto FIC FIM rendeu 0,96% no mês (142% CDI) e o Fundo Quest Macro FIC FIM rendeu 0,85% (126% CDI). O Fundo Quest Institucional FIM apresentou valorização de 0,96% (142% CDI), uma das melhores rentabilidades do segmento.

Seguem as nossas cartas de cenário econômico e os relatórios de gestão.



Walter Maciel
Quest Investimentos Ltda.

CENÁRIO ECONÔMICO

O cenário global continua permeado por incertezas econômicas e financeiras. Do lado econômico, ainda não há sinais de inflexão no processo de desaceleração das principais regiões, ao contrário do que se esperava há alguns meses. Nos EUA permanece o cenário de crescimento entre 1,5% e 2%, sem que se vislumbre mudança relevante no futuro próximo. Na China ainda se espera moderada aceleração nos próximos meses, mas até o momento o cenário é de letargia, com alta do PIB inferior a 7% na margem nos últimos dois trimestres. O afrouxamento fiscal recente e outras medidas de estímulo devem permitir uma melhora gradual, mas ainda não há clareza. Na Europa, ao contrário de EUA e China que mostram certa estabilização, a tendência ainda é de piora. Os surveys industriais fizeram novas mínimas em julho e o cenário de recessão moderada se consolida cada vez mais, com riscos baixistas pelo lado financeiro.

Neste contexto, o cenário é de afrouxamento adicional por parte dos principais bancos centrais. O FED e o BCE devem adotar novas medidas de estímulo em setembro, mas pouco se espera em termos de efetividade para reativar a economia. O foco da ação monetária é conter os riscos de ruptura financeira que continuam prementes na Europa e comprar tempo até que uma recuperação econômica tenha chances de aparecer.

Do lado financeiro, os avanços na Europa ainda são insuficientes. O acordo no último encontro de cúpula para capitalizar os bancos espanhóis ainda não deixa claro se e quando o custo de tal ajuste será partilhado entre os membros da moeda única. Enquanto isso, o mercado pressiona os soberanos mais frágeis que ainda não se engajaram oficialmente em programas de ajuste com monitoramento da “troika” – Itália e Espanha. Parece estar em curso uma negociação política para que a Espanha peça ajuda formal aos fundos de resgate (EFSF e ESM), o que possibilitaria – a julgar pelos compromissos assumidos pelo presidente do BCE, Mario Draghi, em uma ação complementar do BCE. Esta combinação de compras de papéis nos leilões primários pelo EFSF e ação no mercado aberto por parte do BCE tem, em tese, a condição de alterar de modo importante o stress financeiro que atinge a periferia. Mas estas medidas emergenciais precisam ser complementadas por aperfeiçoamentos institucionais, algo lento por natureza. Enquanto isso, a Grécia continua a se debater na depressão e em metas de ajuste não cumpridas, sendo prováveis novos episódios de stress com a “troika” até o final do ano.

O mês de agosto será crucial para avançar nesta agenda. O BCE avaliará a melhor forma de intervir nos mercados, o que pode ocorrer já em setembro, caso se cumpra a condição necessária, isto é, um programa de ajuda formal para a Espanha. Ao mesmo tempo, o FED provavelmente iniciará mais uma rodada de afrouxamento. Do lado político, espera-

se para o próximo encontro de cúpula, em outubro, um detalhamento do caminho para uma maior união bancária e fiscal, pouco se podendo antecipar a esta altura.

Nosso cenário é que a ação dos BCs consiga evitar uma ruptura financeira nos próximos meses. Neste meio tempo, acreditamos que aparecerão evidências de pequena melhora no crescimento dos emergentes em geral, especialmente da China. Mesmo assim, um cenário mais positivo levará tempo para ser construído.

No Brasil esperamos lenta recuperação ao longo do segundo semestre. Mantemos a expectativa de alta do PIB de 1,5% para 2012, mas, para que isso se confirme, a atividade econômica tem de mostrar sinais mais claros de melhora para muito breve, já em agosto. Um crescimento de 1,5% na média do ano implica uma expansão média de 5% aa durante o 2º semestre, algo que hoje soa otimista. Por isso, o viés é de baixa. Do lado da inflação, ajustamos a projeção de IPCA para 5,2% (contra 4,9% há dois meses), por conta da alta inesperada dos preços de alimentos. O risco de um choque de oferta vindo de alimentos é sério, pela quebra de safra nos EUA, e pode ter forte impacto na inflação e na renda disponível das famílias nos próximos meses. Para 2013, por enquanto, mantemos expectativa de 4% e 5,5% para o PIB e o IPCA, respectivamente. Partimos de uma inflação acima dos 5% aa com um crescimento já bastante aquém da média dos últimos anos.

Do lado do BC, o cenário é de mais 75bps de redução de juros, finalizando o ciclo em 7,25%. Por ora mantemos viés de baixa também para esta projeção, mas acreditamos que a alta na margem da atividade, se vier acompanhada de um cenário global algo mais estável nos próximos meses, poderá dar ao BC a chance de encerrar o ciclo. Esperamos estabilidade dos juros neste patamar por um longo período.

FUNDOS ESTRATÉGIA AÇÕES

No mês de julho, voltou o questionamento em relação à capacidade de solvência de Itália e Espanha, gerando assim uma grande pressão em cima do Banco Central Europeu. Concomitante a isso, ocorreu uma desaceleração sincronizada dos países da zona do euro, crescendo assim a possibilidade de novos estímulos.

No Brasil, as expectativas de crescimento se deterioraram fortemente, permitindo que o Banco Central mantenha o cenário de flexibilização da taxa de juros. Dada a forte queda da Selic no 1º semestre, junto com estímulos adotados pelo governo, continuamos acreditando em uma retomada da atividade econômica brasileira no segundo semestre.

O Ibovespa apresentou ganho de 3,21% no mês, tendo como destaque a Petrobras, que subiu algo próximo a 7%. O setor de logística teve alta em torno de 19%, tendo como principal destaque as ações da LLX, que subiram 34,84%, em cima de notícias de fechamento de capital da empresa. Já o setor de bancos, que vinha sendo muito pressionado nos últimos meses por uma possível queda do spread bancário e redução de rentabilidade, apresentou desempenho positivo no mês contra o Ibovespa, subindo 10%. O destaque negativo no mês foram as ações da Vale do Rio do Doce, que seguem pressionadas pela queda do preço do minério, pelas dúvidas sobre questões judiciais referentes à cobrança de royalties e o resultado bem mais fraco do que esperado no segundo trimestre.

Os fundos long-short obtiveram excelentes resultados este mês, com contribuições positivas tanto da estratégia direcional, onde a utilização de instrumentos derivativos foi fundamental, quanto dos pares intra e inter setoriais. Também obtivemos contribuição positiva nos setores de Varejo, Telecom, Elétrico e Siderurgia. As perdas vieram em Construtoras e Agribusiness. Seguimos com uma carteira com exposição setorial similar a do final do mês de junho, permanecendo *overweight* em Varejo, Bens de Capital e Bancos e *underweight* em Serviços Financeiros, Consumo Básico, Telecom e Proteína.

No caso dos fundos Long Only, mantivemos uma carteira com alocação próxima a 100%, com predominância de papéis cíclicos domésticos, concentrado naqueles que acreditamos se encontrarem com *valuation* ainda atrativo. Queremos destacar os ganhos com as nossas posições em ITUB4 (+14,8%), papel que confirmou um resultado no 2º tri acima do esperado, e DTEX3 (+13,4%), *case* que enfatizamos na carta anterior.

Neste mês gostaríamos de citar dois novos casos de investimentos, presentes nas nossas carteiras:

Temos posição em Embraer (EMBR3), acreditando em um cenário de expansão relevante de margem operacional, potenciais ordens relevantes no curto / médio prazo e um *valuation* atrativo, com desconto para as *peers*. A expansão da margem operacional se deve a diversos fatores: nível de câmbio mais elevado, benefício do Reintegra, outros benefícios relacionados ao Brasil Maior e um nível de receita mais elevado, o que aumenta a diluição de custos fixos. O resultado do segundo trimestre confirmou a nossa tese. O lucro operacional foi muito acima das expectativas de mercado, o que levou a empresa a revisar o *guidance* do ano. Apesar da queda recente do *backlog*, acreditamos em ordens relevantes até o final do ano, principalmente de empresas aéreas norte-americanas.

No setor de construção civil, a posição mais relevante que mantemos em nossas carteiras é Even (EVEN3). No Brasil, o setor de construção e incorporação tem vivido uma crise de confiança devido aos estouros de custo de obra recorrentes, ocasionados por projetos com problemas de orçamento e execução. Os erros foram causados pelo aumento abrupto de volume de construção, que aconteceu no setor desde 2007, com o crescimento das emissões primárias de ações realizadas pelas principais companhias. A Even vem, desde o ano passado, realizando a entrega de projetos problemáticos localizados, em grande parte, fora do Estado de São Paulo, onde a empresa realizou uma expansão agressiva após a abertura de capital (notadamente Belo Horizonte e Rio de Janeiro). Devido à desaceleração da economia no final de 2008 e começo de 2009, a Even teve uma queda abrupta nos lançamentos, o que resultou numa queda de receita e lucratividade durante o ano de 2011. Apesar disso, a empresa manteve um retorno sobre o patrimônio de 15% naquele ano. Como a entrega dos projetos lançados em 2007 se deu em 2011 e no primeiro semestre de 2012, acreditamos que as margens da empresa devem melhorar, junto com um aumento da receita, devido à retomada dos lançamentos em 2010 e 2011. Em adição à boa tendência operacional, a Even também apresenta um desconto quando comparada com outras companhias que estão apresentando resultados consistentes, como MRV e Cyrela.

FUNDOS ESTRATÉGIA MACRO

Os fundos da estratégia Macro obtiveram no mês de julho as seguintes rentabilidades: Q Macro 0,85%, Q Absoluto 0,96%, e Q Institucional 0,96%. Obtivemos ganhos nas estratégias de juros, moedas, e bolsa, enquanto a posição em CDS contribuiu de maneira marginalmente negativa para o resultado.

No mercado de juros, o Banco Central cortou os juros em 50 bps e manteve inalterado o comunicado oficial, deixando as portas abertas para as próximas reuniões, quando terá mais informações sobre os impactos das medidas já tomadas na economia. O que ficou claro é que o discurso tanto oficial, como das colunas de analistas, que tendem a balizar o mercado, mudou. Fala-se mais em recuperação da atividade do que antes, e o risco de ruptura externo parece ter diminuído um pouco. Índices de preços no atacado e commodities em reais começam a assustar, e muitos já falam nos IGPs em torno de 8% ao ano. Resta ver se, e quando, esse efeito virá para os IPCs. Tem se falado muito do impacto na inflação dos possíveis incentivos de energia elétrica para baratear o custo da indústria, mas a clareza só virá com o tempo. Como contrapartida, temos a volta do IPI de carros que tem impacto positivo na inflação. No final das contas, o ciclo está chegando ao fim e isso está sendo refletido no *price action* do mercado que tem sido menos direcional nos últimos 30 dias

Ao longo do mês, permanecemos comprados em NTN-B 2016 e mantivemos as opções de IDI que proporcionam ganhos se a Selic se estabilizar entre 7.25% e 7.50%. Operamos de maneira mais dinâmica a parte curta da curva por acreditarmos que o ciclo de corte de juros está chegando ao fim.

Em moedas, o entendimento de que a Fazenda quer o Real o mais fraco possível permanece. A novidade no início do mês foi a declaração do diretor do BC, Aldo Mendes, que deu indícios de que o Banco Central também está confortável com um piso informal 2.00 para o câmbio. Somaram-se a isso as intervenções realizadas pelo BC nos últimos meses, quando a taxa de câmbio foi para patamares próximos a 2.10, e o resultado foi uma queda acentuada na volatilidade do BRL, que passou grande parte do mês no intervalo 2.01/2.06. Chamou a atenção também a decisão do Banco Central de não rolar o estoque de Swap Cambial que vencia no final do mês (USD 4.5 bn), apesar da moeda estar operando perto dos 2.05 na data, salvo uma mudança no discurso da Fazenda e/ou BC, não vemos essa dinâmica mudando tão cedo.

Operamos comprados em USDBRL na maior parte do mês. Adicionamos às carteiras posição comprada em MXN e CAD contra o EUR por acreditarmos que, estruturalmente, o Euro tem que desvalorizar contra moedas de países com fundamentos mais sólidos.

Em renda variável, o mercado parece ainda não ter muita convicção em relação às bolsas, que refletiram as expectativas de mais uma rodada de afrouxamento monetário por parte do FED e do ECB e o medo da escalada da crise européia. Não acreditamos em um *rally* sustentável nas bolsas enquanto os dados econômicos não mostrarem uma clara recuperação e/ou as autoridades monetárias não tomarem medidas que afastem de forma mais decisiva o *tail risk* vindo da Europa. Operamos de maneira oportunista o índice.

Na parte externa, a deterioração da situação européia se acentuou, vide os *downgrades* de Itália e de *outlook* de Alemanha pela Moody's, e com os *yields* de 10y Itália e Espanha atingindo recordes históricos . Alguns sinais de reação das autoridades, como o adiamento da decisão de liberar mais uma tranche de ajuda à Grécia pela Troika e, no dia seguinte, o Draghi reafirmar o compromisso com a sustentação do Euro, fizeram os mercados operarem em *short covering mood*. Cortamos nossa posição comprada em CDS de Austrália.

RENTABILIDADES

| Fundos | Rentabilidades | | | % do Benchmark | |
|-----------------------------------|----------------|-------|--------|----------------|-----------|
| | Início | julho | 2012 | julho | 2012 |
| QUEST MACRO FIC FIM | 02-jul-01 | 0,85% | 5,71% | 126% | 108% |
| QUEST ABSOLUTO FIC FIM | 17-jul-07 | 0,96% | 7,41% | 142% | 140% |
| QUEST INSTITUCIONAL FIM | 02-mai-05 | 0,96% | 6,18% | 142% | 116% |
| QUEST AÇÕES FIC FIA | 01-jun-05 | 2,96% | 1,48% | -0,3 p.p. | 2,6 p.p. |
| QUEST AÇÕES INSTITUCIONAL FIC FIA | 13-mar-09 | 2,62% | 1,72% | -0,5 p.p. | -1,9 p.p. |
| QUEST TOP NY FIC FIA | 18-out-11 | 9,59% | 16,00% | 6,5 p.p. | 12,3 p.p. |
| QUEST SMALL CAPS FIC FIA | 30-dez-09 | 4,91% | 17,67% | 2,9 p.p. | 7,7 p.p. |
| QUEST TOTAL RETURN | 23-jan-12 | 2,85% | 8,97% | 421% | 169% |
| QUEST EQUITY HEDGE FIM | 30-nov-07 | 2,62% | 8,38% | 387% | 158% |
| QUEST QUANT FIC FIM | 04-mar-09 | 0,81% | 5,81% | 120% | 109% |

| Índices | julho | 2012 |
|-------------------|-------|--------|
| CDI | 0,68% | 5,31% |
| Dólar (Ptax) | 1,41% | 9,28% |
| Ibovespa - Fech | 3,21% | -1,16% |
| IGPM | 1,34% | 2,14% |
| IBX-100 | 3,10% | 3,66% |
| Indice Small Caps | 2,01% | 10,00% |

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.