

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011

**QUEST**  
INVESTIMENTOS

São Paulo, 10 de março de 2011.

Prezado investidor,

Apresentamos, nesta carta, nosso cenário econômico para 2011. Apostamos numa forte recuperação da economia norte-americana, trazendo consigo um crescimento também mais forte na Europa. Na China vemos o crescimento ainda em ritmo acelerado, 9,0% a.a., e a capacidade das autoridades daquele país em controlar a inflação sem maiores solavancos. Quanto ao Brasil, prevemos um crescimento de 4,0% a.a., acompanhado de uma inflação com maior componente inercial e na casa dos 6,0% a.a.

Apesar do crescimento mais forte na Europa, os desequilíbrios fiscais permanecem como um risco para os mercados. As manifestações populares no Oriente Médio também trazem incertezas para o mercado. No Brasil, chamamos atenção para um quadro de gargalos estruturais no mercado de trabalho e em infra-estrutura, tornando a inflação mais resiliente. Outro fator de preocupação é a forte elevação dos preços de commodities em Reais, contribuindo para maior pressão inflacionária.

O mês de fevereiro foi o primeiro mês em que os cinco membros de nossa nova Equipe Macro trabalharam juntos por todo o mês e já podemos perceber nos fundos da Estratégia posições que exploram nosso cenário, e a capacidade de defendê-las através de *trading* e *hedging*. Descrevemos, abaixo, quais foram as principais posições assumidas pelos fundos e os temas por elas explorados.

Estamos à sua disposição para maiores informações.

Atenciosamente,



Walter Maciel

**Quest Investimentos Ltda.**

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011

## CENÁRIO ECONÔMICO, por Paulo Pereira Miguel

O maior destaque para nosso cenário econômico local é a piora na relação crescimento x inflação, em função dos excessos do ano passado e da baixa ociosidade na economia, especialmente no mercado de trabalho. Estimamos 4% de crescimento e 6% de inflação para 2011.

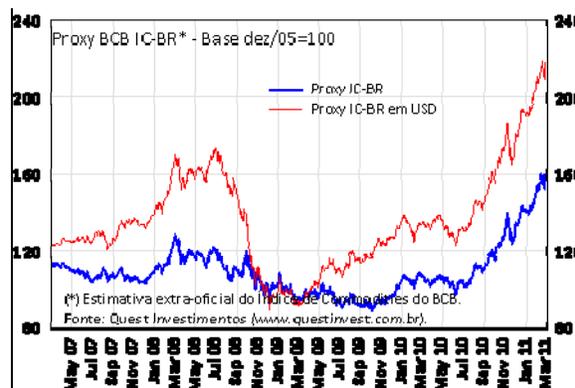
Os desafios inflacionários não são triviais. Em várias frentes, a situação parece mais desafiadora para o Banco Central que nos últimos dois ciclos de aperto monetário, em 2005 e 2008. Destacamos duas nesta carta:

### 1) Termos de troca:

Nos últimos dois anos, desafiando a lei da gravidade, os preços das exportações brasileiras continuam crescendo mais rápido que os das importações, propiciando um ganho de riqueza para o país. Este ganho é expansionista e está por trás, em conjunto com o aumento de gastos e crédito público, do forte crescimento do ano passado.

O ganho de termos de troca se acelerou nos últimos meses com a alta dos preços dos alimentos e commodities em geral, trazendo uma piora sensível do quadro inflacionário. O choque é pior que o de 2008, pois desta vez não há a compensação da valorização cambial.

Como podemos ver nos gráficos abaixo, os termos de troca estão no nível histórico mais favorável ao Brasil e, desde o segundo semestre de 2010, o preço das commodities em Reais está se valorizando de forma consistente, rompendo um padrão que perdurou na última década.

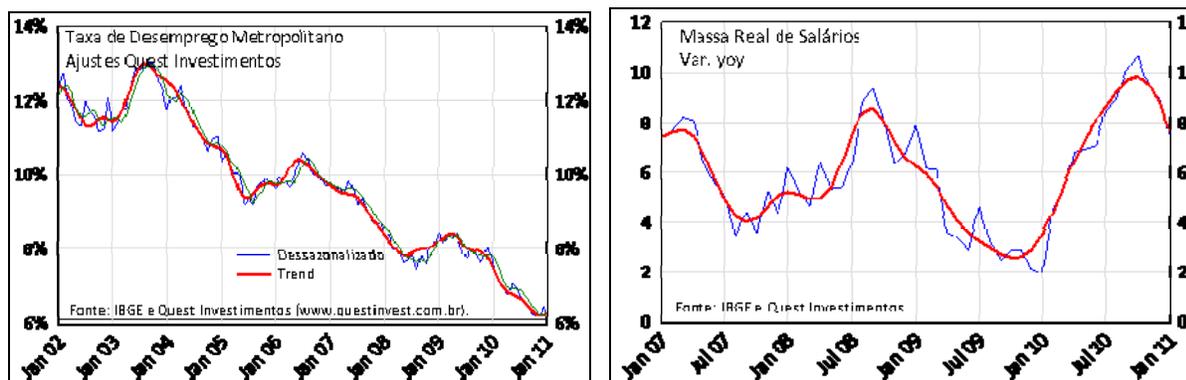


### 2) Mercado de trabalho:

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011

A taxa de desemprego está em patamar baixo, compatível com uma aceleração de ganhos salariais acima da produtividade e da inflação. É uma situação inédita no passado recente, de modo que é difícil anteciper o quanto as pressões salariais dificultarão o controle da inflação, especialmente no setor de serviços. Um alento importante para 2011 é a correção do salário mínimo sem ganhos reais, que contribuirá para desacelerar a inflação de alguns serviços. Mas a realidade do mercado de trabalho é mais ampla e os sinais de desaceleração na criação de emprego ainda são incipientes.



O resultado destas pressões é uma inflação acima do centro da meta até 2012, sendo que neste ano há um risco palpável de superação do teto, dependendo do quadro de commodities e inflação de serviços. Nossa projeção de 6% para a inflação de 2011 já incorpora pressões importantes, mas o risco é de um resultado mais alto. Certamente haverá períodos de decompressão inflacionária em função da volatilidade de preços de commodities e da sazonalidade normal do IPCA. Esperamos gradual desaceleração da inflação ao longo do ano, mas num quadro de pressões persistentes.

Do lado da atividade, trabalhamos com uma desaceleração importante, que pode significar crescimento de até 3% na margem. O resultado de 2011, no entanto, ainda ficará perto de 4%. Esta perda de ímpeto deve resultar do ciclo de aperto monetário de 200 pontos base, que levará a SELIC para 12,75% ao ano, da contenção do crédito e gastos públicos e das medidas prudenciais que restringem o espaço de empréstimos dos bancos privados. Além disso, a menor correção do mínimo, crescimento mais lento do crédito e maior inflação de alimentos devem contribuir para desacelerar o consumo.

Por outro lado, há fatores expansionistas para o ano que não podem ser desconsiderados. Um deles é o boom da renda agrícola, que será muito forte em 2011 e implicará em enorme dinamismo no interior do país. O agribusiness como um todo representa entre 15 e 25% do PIB nacional, de modo que não se pode desconsiderar sua influência no resto da economia. E o mercado de trabalho, apesar de alguma perda de dinamismo, ainda trará ganhos sólidos de renda real, da ordem de 5,5% a 6%, contra 7,5% em 2010.

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011



No geral, portanto, o crescimento de 4% parece ser uma boa referência para o ano, mas há grandes incertezas sobre a trajetória de desaceleração ora em curso. O ponto fundamental é que, mesmo com PIB mais fraco, a inflação muito provavelmente demorará a cair, de modo que o trabalho do Banco Central permanecerá difícil ao longo do ano. O viés permanece sendo para um ciclo de juros maior que 200 pontos base.

Esta combinação menos favorável entre atividade e inflação resulta da falta de coordenação entre as políticas monetária, fiscal e creditícia, que foi agravada no contexto pós-crise. Em 2011 parece que um ajuste começará a ser desenhado, no sentido de aumento da poupança pública e redução das pressões sobre a política monetária. Mas este é um desafio estrutural, que não será vencido em apenas um ano. A consolidação de um PIB potencial superior a 4,5% depende da perseverança neste novo caminho que começa a se desenhar – é natural que dúvidas persistam sobre a permanência do governo neste curso até que os resultados apareçam nos próximos anos.

## Cenário Externo

### Estados Unidos:

Trabalhamos com recuperação da economia americana em 2011, com forte criação de emprego (média de 250.000 ao longo do ano) e queda gradual do desemprego. Acreditamos que o crescimento ficará próximo a 4% no ano. Não haverá renovação do QE, depois da compra de USD 600 bilhões de UST por parte do FED. Ao longo do ano, haverá provavelmente incerteza crescente sobre o momento em que o FED iniciará a sua saída da política monetária acomodativa. Não esperamos aumentos de juros até o primeiro semestre de 2012, mas ao longo do ano a incerteza crescerá.

### China:

O governo chinês provavelmente será bem sucedido em sua tentativa de desacelerar a economia e conter pressões inflacionárias. O crescimento deve cair de quase 11% no último trimestre de 2010 para o patamar de 9% na primeira metade deste ano. A inflação permanecerá elevada por alguns meses, mas não acreditamos em perda de controle. Esperamos que a inflação permaneça abaixo de 5% em 2011. O risco de médio prazo é uma perda de crescimento em função do acúmulo de desequilíbrios por excesso de investimentos e problemas de crédito no sistema bancário. Lidar com estes riscos é uma das possíveis dificuldades da transição de um modelo mais baseado no consumo interno, que demandaria transferência de recursos das empresas e bancos para as famílias. Não é um desafio trivial, mas também não parece um risco iminente. O histórico do governo chinês não recomenda um grande pessimismo e acreditamos que 2011 ainda será um ano positivo para a China, no sentido de uma combinação de atividade e inflação ainda favorável.

### Europa:

Grande incógnita, pois a questão da solvência da periferia não foi embora. A definição de um regime permanente de ajuda a países em dificuldade financeira, aliada aos reforços na governança econômica, pode ajudar a lidar com o problema. Mas é difícil ver

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011



como alguns países podem sair da situação atual sem uma reestruturação. O que parece estar ocorrendo é uma socialização disfarçada, onde o setor público assume gradualmente uma parcela maior das dívidas da periferia. Ao mesmo tempo, busca-se construir mecanismos regulatórios que permitam às autoridades incluir os credores privados em uma reestruturação das dívidas soberanas. Não será um processo fácil.

Por outro lado, a recuperação alemã e, em menor medida, francesa, é forte e dará sustentação à periferia.

Com exceção da Grécia, os outros países atingidos pela crise têm mostrado aceleração gradual do crescimento (Irlanda e Espanha, em especial). Até agora as pressões financeiras não foram suficientes para inviabilizar certo dinamismo nestes países, mas é incerto o quanto este momento durará tendo em vista o pesado fardo de dívidas.

De todo modo, o cenário ainda terá idas e vindas na Europa. A disposição do Banco Central Europeu em indicar que subirá os juros é testemunho da dificuldade de gerir a área monetária com tantas divergências de desempenho.

## **FUNDOS ESTRATÉGIA MACRO**, por *Marcelo Santucci*

Os fundos da Estratégia Macro obtiveram desempenho acima do CDI até o dia 22, com ganhos principalmente advindos da posição comprada no S&P, nas opções de bancos americanos e na arbitragem de juros (alemão contra americano). Entretanto, a intensificação da crise no Oriente Médio e, conseqüentemente, o aumento da aversão a risco na última semana do mês reduziram os ganhos dos fundos, apesar da redução rápida do risco das carteiras.

Ao longo do mês exploramos três principais temas: a recuperação econômica nos G3, liderada pelos EUA, a permanência da crise fiscal europeia e o *trade-off* entre inflação e crescimento no Brasil.

Em relação à recuperação econômica no G3, montamos posições que refletissem um quadro de produção industrial e demanda final em aceleração nos EUA e partes da Europa e o *repricing* dos juros.

Posições:

- Comprada em S&P, comprada em Opção de BKX (índice de bancos US);
- Comprada em USDJPY, vendida em USDCAD, vendida em AUDCAD;
- Vendida em taxa de juros americana de curto prazo (Eurodollar);
- *Flattening* de juros americano de 5/10y (comprada em taxa de 5y e vendida na de 10y).

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011



Quanto à Europa, ao mesmo tempo em que víamos a atividade mais forte e a curva já precificando algum aumento de juros do ECB, mas indefinição quanto à política monetária, também observávamos a preocupação dos mercados frente à definição do pacote de combate à crise de crédito.

Posições:

- Compra em proteção de índice de crédito de países soberanos da Europa Ocidental (iTraxx SOVX Western Europe);
- Arbitragem de juros, vendida em taxa alemã e comprada na americana de prazo de 5y (GDBR5 x T5).

No Brasil, a dificuldade de estabilizar as expectativas de inflação e combinar a política monetária com as medidas macroprudenciais sugere este *trade-off* entre crescimento e inflação. O risco passa a ser o de um ciclo mais longo do que precificado pelo mercado e desejado pelo BCB.

Posições:

- Utilização de estrutura de opções via IDI e *swaption* para captar alongamento e aceleração do ciclo de juros. Estratégia ganha valor com precificação de ciclo superior a 250bp com ganho máximo em 300bp de ciclo, desde que precificado até Outubro 2011.

Alem destes três temas também montamos as seguintes posições específicas: a venda de ouro via put com vencimento de 2 meses e strike a 1350 e a posição comprada em Yuan contra USD.

## FUNDOS ESTRATÉGIA AÇÕES E LONG SHORT, por Fábio Spinola

Desde a última semana de janeiro deste ano vimos uma realização das bolsas dos países emergentes motivada por algumas razões dentre as principais:

1. A rotação de capitais para o mundo desenvolvido ainda favorecido pela política amplamente acomodativa com reflexo inflacionário para todos, em especial nos países emergentes que já se encontram num ciclo de aperto monetário (início de ciclo x final de ciclo);
2. A adoção de medidas macroprudenciais se difundiu nos emergentes como forma de redução do orçamento de política monetária e com isso houve a percepção de que os bancos centrais possam estar "atrás da curva" e o remédio depois possa ser mais juros e por mais tempo = *overkill*;
3. Movimentos sociais no Oriente Médio e norte da África trouxeram aversão a risco, com o petróleo subindo, pressionando a inflação e contraindo a renda disponível para

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011



consumo nos países desenvolvidos (em especial, ameaçando a recuperação em curso da economia norte-americana).

Estes eventos combinados baixaram a visibilidade dos investidores, que passaram a pedir um prêmio de risco mais alto para ações. O movimento de desmonte das carteiras dominou o fluxo nos mercados. Por *valuation* corrente, o *gap* entre as empresas dos países desenvolvidos e dos emergentes justificaria este movimento. Mas, se compararmos a taxa de crescimento esperada para os países emergentes e para os países desenvolvidos para os próximos anos, o diferencial é suficiente para justificar o prêmio de múltiplo dos emergentes sobre os desenvolvidos ainda por um bom tempo.

Esta baixa visibilidade também afetou nossa performance em fevereiro. Vínhamos preparados com uma carteira mais defensiva desde novembro de 2010. Havíamos cortado as posições de diversos papéis ligados ao consumo doméstico por acreditarmos terem chegado ao preço justo e que seus múltiplos embutiam expectativas de crescimento bastante otimistas (em especial os papéis ligados ao consumo discricionário mais elástico ao PIB). Alocamos em papéis com maior proteção à inflação, poder de preço e empresas com múltiplos de valor (e não crescimento). Porém, o fluxo foi indiscriminado e não fomos capazes de defender a rentabilidade como gostaríamos e imaginávamos estar posicionados. O Quest Ações FIA acumula queda de 3,74% no ano contra uma queda de 2,77% do Ibovespa, o Quest Small Cap acumula perda de 4,33% contra queda de 7,64% do Índice de Small Caps e os Fundos Quest Long Short e Quest Equity Hedge acumulam alta de 1,44% e 1,39%, respectivamente, no ano contra um cdi de 1,71% no período.

Identificamos a oportunidade para iniciar algumas posições novas ligadas ao consumo doméstico e ao tema de infra-estrutura que julgávamos caros antes da realização. Aumentamos algumas posições antigas e cortamos alguns cases que não maturaram nesta rodada de resultado trimestral como avaliamos inicialmente.

Acreditamos que a bolsa como um todo não será capaz de voltar a subir com consistência no curto prazo. Ainda precisamos ver como os cenários inflacionários brasileiro e global vão se desenvolver e, além disso, as questões geopolíticas ainda trazem volatilidade e o risco de uma realização maior (caso os movimentos sociais se espalhem para outros países da região). Simplificando demasiadamente: deu certo no Egito, por que não daria em outros países.

# Comentário Mensal

Fevereiro | 2011



## RENTABILIDADES

Fundos	Início	Rentabilidades		% do Benchmark	
		Fevereiro	2011	Fevereiro	2011
QUEST 1 FIM	02-jul-01	0,90%	1,38%	107%	81%
QUEST 30 FIC FIM	19-out-04	0,74%	1,13%	88%	66%
QUEST ABSOLUTO FIC FIM	17-jul-07	0,67%	0,78%	80%	46%
QUEST INSTITUCIONAL FIM	02-mai-05	0,81%	1,31%	96%	77%
QUEST IPORANGA FIM	21-nov-07	0,74%	1,19%	88%	70%
QUEST IPORANGA PLUS FIM	11-ago-09	0,69%	1,08%	82%	63%
QUEST AÇÕES FIC FIA	01-jun-05	0,19%	-3,74%	-1,0 p.p.	-1,0 p.p.
QUEST AÇÕES INSTITUCIONAL FIC FIA	13-mar-09	0,46%	-3,79%	-1,7 p.p.	-2,2 p.p.
QUEST SMALL CAPS FIC FIA	30-dez-09	0,00%	-4,33%	-1,2 p.p.	-2,0 p.p.
QUEST LONG SHORT 30 FIM	28-dez-06	0,43%	1,44%	51%	84%
QUEST EQUITY HEDGE FIM	30-nov-07	0,39%	1,39%	46%	81%
QUEST QUANT FIC FIM	04-mar-09	1,12%	1,71%	133%	100%

Índices	Fevereiro	2011
CDI	0,84%	1,71%
Dólar (Ptax)	-0,73%	-0,30%
Ibovespa - Fech	1,22%	-2,77%
IGPM	1,00%	1,80%
IBX-50	2,14%	-1,58%

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.