

São Paulo, 21 de fevereiro de 2008.

Prezado Investidor,

O ano de 2007 foi marcado pela alta volatilidade e pela crise de crédito que abalou os mercados. A crise do *subprime* veio interromper um ciclo virtuoso de expansão global que já durava vários anos e o cenário ficou mais complexo e difícil. Entendemos que nosso bom desempenho no ano passado deva ser creditado ao nosso sólido processo de investimentos, que entendemos ser o mais importante ativo de nossa empresa.

Foi determinante para nossa performance a capacidade de elaboração de um cenário macro global e nossa experiência de mais de três anos na gestão de nosso fundo *offshore* (que pode investir até 20% em ativos externos). Esta combinação de *skills* nos permitiu identificar os riscos associados ao cenário, adotar eficiente *hedging* no exterior e selecionar, no Brasil, ativos mais correlacionados à dinâmica chinesa.

Em decorrência de nosso *track-record* e da consolidação de nosso processo de investimentos, observamos um sólido crescimento da base de ativos sob gestão. Em 2007, a Quest foi alvo de investimento líquido de R\$ 2,52 bilhões, quase 10% da captação líquida de todo o segmento Multimercados no ano passado.

O crescimento dos ativos se deu de maneira saudável, com destaque para as estratégias de renda variável que tinham participação de apenas 1% dos ativos sob gestão da Quest em 31 de dezembro de 2006. Hoje, este percentual está próximo a 18%. Para que pudéssemos alcançar estes resultados, elaboramos em 2006 um plano de negócios que vislumbrava diversificar nossa prateleira de produtos e torná-la mais homogênea. O primeiro passo foi lançar o fundo Quest Long Short 30 FIM em 28 de dezembro de 2006.

Em resposta a este forte crescimento e com o objetivo de preservar nossa capacidade de gestão, tomamos a decisão de fechar o Quest 1 FIM, o Quest 30 FIM e o Quest Long Short 30 FIM. Para continuar franqueando acesso aos produtos da Quest, lançamos novos fundos para substituir os que foram fechados. Estes novos fundos, porém, tem prazos mais longos e/ ou diferentes políticas de alocação com foco em preservar nossa capacidade de gestão de renda variável. Por fim o lançamento do Quest Equity Hedge 60 FIM dá ao cliente acesso a um novo produto long short com eventuais exposições direcionais.

Para que possamos continuar oferecendo alta performance no longo prazo em um ambiente de crescimento dos ativos sob gestão, expansão das estratégias de renda variável e a crescente procura por oportunidades em outros mercados, torna-se imperativo o contínuo investimento no fortalecimento da equipe e a busca incessante por talentos. Ao longo de 2007 contratamos três analistas de renda variável, uma economista com o mandato de investigar outros países, uma pessoa sênior para a área comercial, enfim somos hoje 35 pessoas na Quest Investimento (incluídos os sócios) versus 16 pessoas em dezembro de 2006. Em 2008, traremos novos talentos para a Quest, para fortalecer ainda mais a empresa. Fizemos sete novos sócios no ano passado e hoje 100% do capital da empresa está em poder de seus executivos.

Atenciosamente,



Walter Maciel Neto

Quest Investimentos Ltda.

## Relatório Mensal – Janeiro de 2008

### *Fundos Locais*

#### 1. Cenário Macroeconômico

##### Revisão do Quarto Trimestre de 2007 e Janeiro de 2008

Iniciamos o quarto trimestre de 2007 de certa maneira receosos, mas ainda com uma visão relativamente otimista sobre o crescimento dos EUA em 2008, e sobre a capacidade dos países emergentes em geral de sustentar um momentum de forte crescimento. Os principais temas com os quais vínhamos trabalhando, tais como um bom desempenho do crescimento global (a despeito dos EUA), a atratividade dos países emergentes, e a continuidade do processo de convergência brasileiro em relação ao grau de investimento, pareciam firmes. A decisão do FED em cortar 50 pontos-base em setembro foi um grande evento, que reforçou o pano de fundo favorável para as indústrias dos países emergentes e crescimento da demanda, sustentando os ativos de risco em outubro.

Entretanto, já no início de novembro, a partir dos comentários mais duros adotados pelo FED em sua reunião do final de outubro, e o ressurgimento da crise nos mercados financeiros dos EUA e Europa, o quadro geral voltou a se deteriorar, aumentando os medos de recessão e desafiando mais uma vez o nosso cenário de relativo otimismo com o qual vínhamos trabalhando. Embora ainda mantivéssemos uma visão otimista, a deterioração do quadro geral em novembro e dezembro nos levou a diminuir e proteger parte de nossas posições, com o objetivo de preservarmos nossos retornos.

Em novembro e até meados de dezembro nós revisamos para baixo as expectativas de crescimento dos EUA, de 2,0% para 1,5% em 2008, mas ainda não víamos a recessão nos EUA como o cenário mais provável. O maior risco claramente se encontrava no primeiro semestre de 2008, mas mantivemos a expectativa de que um crescimento levemente positivo era possível. Neste contexto, reduzimos nossas projeções de *Fed Funds* para 3,5%, atingidas até o segundo trimestre de 2008. Os principais *drivers* para o baixo crescimento seriam os já esperados ajustes nos gastos dos consumidores e taxa de poupança, especialmente afetados no início de 2008 por preços mais altos de gasolina. Nossas preocupações de uma correção mais forte do que a esperada no setor manufatureiro aumentaram, também em função de ajustes nos níveis estoques, mas ainda enxergávamos um resultado relativamente benigno para 2008 como um todo. Contando a favor, permanecemos otimistas com a significativa contribuição do setor externo, como aconteceu em 2007, acrescentando pelo menos 75 pontos-base de crescimento em 2008. Com esse pano de fundo pintado pelos EUA, mantivemos uma visão positiva para os mercados emergentes no médio prazo, mas com cautela, dada a crise financeira e os dados surpreendentemente fracos de atividade nos EUA em dezembro.

Do ponto de vista global, mantivemos nossa visão de que o crescimento dos países emergentes permaneceria saudável, especialmente em Índia e China, devido à baixa exposição das economias às exportações líquidas em termos de valor adicionado e forte momentum interno. Evidentemente, um enfraquecimento mais pronunciado em economias abertas menores na Ásia era esperado, mas os mercados emergentes deveriam continuar recebendo as atenções globais em 2008. Na China em particular nossa preocupação mais séria era e ainda é em relação ao investimento, que contribui por si só com 7 a 8 p.p. do crescimento do PIB, e é basicamente influenciado por fatores domésticos. Alguma influência externa é esperada, mas o fundamental para o cenário de crescimento na China é doméstico, e deve ser monitorado com a devida importância (falaremos mais sobre o tema a posteriormente).

É desnecessário dizer que o mercado foi muito mais rápido em precificar os medos de recessão nos EUA do que imaginávamos, especialmente entre dezembro de 2007 e janeiro de 2008. Em particular, fomos surpreendidos pela rapidez no ajuste de preços na parte curta da curva de juros americana, em grande medida amplificado pelo medo da crise financeira. Os números de emprego e produção industrial no final de dezembro também foram gatilhos importantes, juntamente com uma clara deterioração da situação financeira, devido à ameaça de não pagamento e *downgrades* das seguradoras.

Em meados de janeiro, devido ao aumento do temor e a relativamente boa performance dos mercados não Estados Unidos, prosseguimos com os ajustes em nossas projeções e no portfólio, de forma a refletir a situação corrente. Embora não esperássemos uma deterioração tão rápida nos indicadores econômicos e no sentimento do mercado, especialmente no *sell-off* da terceira semana de janeiro, acreditamos que os *hedges* que vínhamos mantendo desde o final de 2007 foram eficazes em proteger a maior parte de nosso portfólio. Dependendo da evolução da situação americana nas próximas semanas, o cenário para as economias emergentes poderia ficar sob maior pressão. Por outro lado, o mercado parecia ter “ido além” na precificação da recessão nos EUA, de forma que até mesmo pequenas surpresas positivas nos indicadores econômicos poderiam reverter parte do *trade* de recessão. Em linhas gerais, nos parecia que naquele momento era preciso flexibilidade e cautela para navegar em águas tão turbulentas.

Olhando para trás, entendemos que subestimamos e fomos de certa forma lentos em reconhecer a deterioração no cenário de crescimento dos EUA em dezembro, ou pelo menos a rápida mudança no sentimento do mercado, dado o agravamento da crise financeira. Entretanto, uma vez que reconhecemos o problema, modificamos nosso cenário imediatamente de forma a refletir um ambiente mais volátil para os próximos meses, que discutiremos em seguida.

## Temas Locais

No Brasil, o tema local mais importante no quarto trimestre de 2007 foi o crescimento do risco de superaquecimento econômico, que juntamente com surpresas negativas nos números de inflação (sobretudo, mas não apenas, relacionado a preços de alimentos), dispararam uma revisão de nosso cenário de inflação e consequentemente cenário de taxas de juros.

A partir da divulgação dos números abertos de PIB do terceiro trimestre de 2007, que trouxeram revisões para cima em investimentos (+13,5% em relação à +11,5% anteriormente), revisamos nossas projeções de crescimento em 2007 de 4,5% para 5,2%, com crescimento do consumo em 6,0%.

Mencionamos no último trimestre que a atividade doméstica vinha sinalizando um aperto da utilização dos recursos. Tal tendência continuou no quarto trimestre, apesar de ser em um passo menor e com sinais de estabilização. Os riscos de inflação cresceram no quarto trimestre, também em função de pressões renovadas no preço de alimentos, que não antecipamos. Como resultado, em novembro revisamos nossa projeção de IGP-M em 2007 de 4,2% para 4,5%. A curva de juros doméstica reagiu a tais pressões e o risco de taxas de juros maiores em 2008 se tornou mais pronunciado (discutido mais adiante). Como resultado, revisamos alguns de nossos temas de investimento locais que são mais expostos à crédito, de maneira a refletir a possibilidade de política monetária menos favorável em 2008. A política monetária em si é um aspecto crítico do cenário cíclico em 2008 e deve ser tratada como tal.

## 2. Estratégia dos Fundos Multimercado

Ao longo do quarto trimestre de 2007 permanecemos expostos aos temas de investimento ligados à hipótese de descolamento e seus impactos nos preços de metais e energia, ao ciclo de crescimento do mercado imobiliário brasileiro, ao setor de agronegócio com exposição as commodities agrícolas no Brasil, e ultimamente estivemos com posições vendidas nos mercados financeiros, de construção e varejo na Europa, com destaque em Espanha.

O tema de descolamento tem sido expressado em diferentes maneiras e com significativa rotação entre classes de ativos em nosso portfólio ao longo dos últimos três anos. Em 2008, pretendemos capta-lo através de uma combinação de posições compradas em moedas em ciclo de forte crescimento (Brasil, Austrália, Rússia e China) contra uma cesta de moedas com um momentum mais fraco de crescimento (Canadá, Reino Unido, África do Sul e Hungria) e também com posições compradas em empresas com exposição ao crescimento asiático.

No momento permanecemos com uma posição comprada em Petrobrás, por enxergamos o caso como sendo de crescimento de produção, altos preços de petróleo e possibilidades de descobertas de novas reservas. O recente anúncio do aumento nas reservas de petróleo da companhia pode influenciar significativamente nossa alocação em Petrobrás no futuro, por entendermos que pode ser tratar de um anúncio corporativo, com impactos macroeconômicos relevantes. Além do impacto no *valuation* da empresa, as receitas com exportação de petróleo podem trazer um superávit em conta corrente de longo prazo.

Outro setor que gostamos é o de mineração, por entendermos ser um setor resiliente à desaceleração dos EUA. Apesar do enorme desequilíbrio entre oferta e demanda em petróleo e metais, nós reconhecemos a grande sensibilidade do setor ao menor crescimento global. Desta forma nós assumiremos menor exposição direcional ao setor neste trimestre, até que os riscos de uma recessão mais duradoura nos EUA diminuam. Ainda assim, precisamos encontrar alguns *shorts* para contra balancear o fator de risco. Nós acreditamos que as ações de empresas na Europa devem capturar eventuais surpresas negativas nos EUA ou novas ondas de aversão de risco global.

No Brasil algumas das principais posições que mantinhamos tiveram que ser revistas nos últimos dois meses, principalmente por conta de uma maior possibilidade de aperto monetário. De fato desde dezembro algumas medidas administrativas foram tomadas, no sentido de conter a expansão do crédito, e com isso fomos compelidos a rever nossos casos de investimento expostos a crescimento de crédito e disponibilidade de capital.

Nossa reavaliação resultou em um cenário mais negativo para as instituições financeiras e setor de varejo. O setor de consumo discricionário também ficou sob maior risco, mas o caso das construtoras de imóveis residenciais permaneceu inalterado, com alguns riscos a serem monitorados, que incluem: previsibilidade de resultados, disponibilidade de capital para suportar o crescimento e *overhang* técnico do setor.

As instituições financeiras foram obviamente o alvo das autoridades monetárias locais, com medidas atacando suas receitas de intermediação, aumento da carga tributária e da necessidade de constituição reservas até o momento. Estas medidas são negativas para os resultados dos bancos em 2008, mas são claramente mais representativas para as perspectivas de crescimento de suas carteiras de crédito dos próximos anos. Algumas empresas do setor varejista que também têm crescimento baseado em crédito devem rever para baixo suas expectativas de resultados para os próximos trimestres.

O caso das construtoras de imóveis residenciais é bastante interessante. Em primeiro lugar, a maior parte das empresas que abriu o capital nos últimos dois anos já está entregando ou mesmo superando seus objetivos de lançamentos e vendas. As empresas que mais surpreenderam, entretanto, são aquelas posicionadas nos nichos de público alvo de menor renda, onde o crédito do governo federal está crescendo rapidamente com taxas atrativas. Imóveis com público alvo de maior renda foram mais difíceis de serem vendidos em 2007, e o mau desempenho deste nicho de mercado pode ter sido de certa forma mascarado pelos melhores resultados nos nichos de menor renda, nas empresas com foco de atuação mais diversificada. Além disso, a disponibilidade de capital tende a ser uma ameaça este ano, na medida em que essas empresas terão de conseguir novos financiamentos para continuar crescendo com as mesmas altas taxas apresentadas nos últimos anos. Algumas empresas seguiram com suas ofertas no ano passado e algumas poucas estavam esperando vir a mercado no primeiro trimestre de 2008, mas o acesso ao capital parece agora mais limitado. Neste ano devemos ter principalmente em nossa carteira os casos de empresas focadas no segmento mais econômico de renda com maiores margens e menos dependentes do mercado de capitais em 2008. Existem também empresas que devemos *shortear* como um financiamento barato às nossas posições compradas e reduzir o beta de nossa carteira, tais como as empresas de atuação mais diversificada.

No momento também estamos expressando o tema de descolamento em outros ativos além dos brasileiros, principalmente com uma posição comprada nas moedas dos países do Conselho de Cooperação do Golfo (*Gulf Cooperation Council*), tendo em vista os cortes de juros nos EUA e os altos preços do petróleo. Entendemos que a necessidade de uma reavaliação do *peg* dessas moedas com o Dólar Americano nos próximos seis meses é muito provável, e este movimento não está precificado pelo mercado. Em moedas estrangeiras estamos neutros em relação ao Dólar Americano, mantendo posições compradas no Dólar Australiano contra o Dólar Canadense e a Libra Esterlina.

Em dívida externa ainda mantemos uma posição comprada em títulos da Gerdau de 10 anos, que entendemos como sendo um importante caso de desalavancagem depois da aquisição da empresa Chaparral nos EUA. Em nossa visão, uma possível aquisição da Xstrata pela CVRD deveria ser encarada com o mesmo racional que o financiamento para a aquisição da Inco. Nós também devemos manter um viés de posições mais oportunistas no crédito soberano Brasileiro através de swaps de default de crédito (CDS) de 5 anos e manteremos exposição em operações de valor relativo enquanto nosso cenário ainda permanecer incerto.

Também diversificamos nossa exposição vendida em ações na Europa: Migramos grande parte da posição vendida em índice DAX (realizando lucro) durante a queda de Janeiro, para bancos Espanhóis e índices de bancos e construção Europeus, de forma a termos maior exposição a crise de crédito no continente.

Acreditamos que o tema de descolamento deverá se sobrepor aos temas ligados à expansão do crédito doméstico durante o primeiro trimestre de 2008, com menor previsibilidade em relação aos resultados das empresas, e ao mesmo tempo entendemos que o Real está bastante suportado por sólidos fundamentos do balanço de pagamentos. Desta forma, nossas alocações devem continuar focando em temas de investimento domésticos mais selecionados, com destaque para o Real e ações cíclicas com exposição à China. Estamos comprados na parte curta da curva de juros brasileira, por entendermos que o Banco Central pode agir preventivamente, de forma a minimizar o tamanho do ajuste necessário na política de monetária. Preferimos postergar qualquer foco em taxas de juros nominais de 3 a 5 anos e taxas de juros reais até que a política monetária se torne mais clara em 2008.

## Perspectivas para 2008 - Cenário internacional

*Luiz Carlos Mendonça de Barros and Paulo Pereira Miguel*

Em relação aos EUA, as incertezas serão elevadas nos próximos meses e o cenário estará sujeito a descontinuidades e ajustes repentinos, dependendo da expectativa de crescimento econômico e do desenrolar da crise de crédito. Apesar das incertezas de curto prazo, mantemos nosso cenário de que a economia se mostrará mais resistente. O primeiro semestre do ano será bastante fraco, mas ainda não está claro o tamanho da desaceleração e é possível ainda que o PIB se mantenha em território positivo. No que se refere ao mercado de crédito nos EUA, a compreensão da profundidade do ajuste será crucial para o cenário prospectivo e devemos dividir sua análise em três partes: (a) considerar as prováveis provisões para perdas de crédito a serem reconhecidas pelas instituições financeiras nos próximos meses e as eventuais implicações em termos adequação de capital e de capacidade de empréstimos; (b) entender o impacto nos lucros futuros das instituições em função do esperado aumento da inadimplência; (c) o impacto do aperto das condições de crédito no consumo e no investimento futuros. Em suma, as interações entre os balanços do setor financeiro e das famílias no atual cenário de aperto crédito terão impacto determinante para a perspectiva de crescimento econômico em 2008.

As estimativas das perdas totais em crédito estruturado estão entre US\$ 400 e 600 bilhões, sendo que aproximadamente metade disso deve estar concentrada em bancos e instituições financeiras listadas em bolsa nos EUA e Europa. Até o fim de janeiro cerca de US\$ 140 bilhões de perdas haviam sido anunciadas, sugerindo que há mais US\$ 70 a 170 bilhões para aparecer nos próximos trimestres. Apesar de o volume parecer enorme, vale notar que US\$ 300 bilhões representam menos da metade do resultado esperado dos bancos norte-americanos e europeus listados em bolsa para 2008, o que nos leva a acreditar que um reconhecimento ordenado das perdas nos próximos trimestres será suportável e se traduzirá em uma pequena piora dos indicadores de adequação de capital. O risco de uma crise sistêmica, portanto, parece baixo. O que não significa que devemos ser complacentes e desprezar os riscos de curto prazo das atuais perdas, sua distribuição e como se dará seu reconhecimento. Além disso, até o final de janeiro o efeito dominó da crise de crédito ainda não havia sido contido. As incertezas em relação às seguradoras demonstram que mesmo o valor máximo estimado para as perdas não pode ainda ser dado como certo.

A segunda parte da análise consiste em tentar estimar como a evolução do ciclo de crédito afetará a lucratividade dos bancos. Nesse sentido, as taxas de inadimplência serão as variáveis mais importantes a serem monitoradas. Os padrões de empréstimos estão se tornando mais conservadores nos EUA e Europa, ainda que até agora isso pareça estar ocorrendo de maneira ordenada e não via um aperto indiscriminado da oferta de crédito. Trabalhamos com a hipótese de que a inadimplência nos EUA e na Europa atinja níveis próximos dos alcançados em 2001, o que implicaria uma perda significativa, mas administrável.

Isso nos leva ao último ponto, onde as incertezas são maiores: qual o potencial efeito das restrições do canal de crédito sobre o consumo das famílias? Esse processo poderá levar à recessão? A contribuição do crédito para o crescimento norte-americano irá diminuir, mas não está claro o efeito disso sobre os gastos dos consumidores no médio prazo. Alguns vêem a desalavancagem das famílias como o início de uma tendência secular de crescimento mais baixo nos EUA. É possível, mas nosso cenário é mais positivo, pois acreditamos que o ajuste das famílias americanas para um nível de poupança mais alto será gradual e que a economia americana se beneficiará do crescimento mundial e da taxa de juros baixa nos próximos trimestres.

Portanto, nosso cenário base para a economia norte-americana é ligeiramente melhor que o consenso. Acreditamos que há chances de que os EUA consigam evitar uma recessão, ainda que fiquem bem próximos a ela. Acreditamos que o mais importante não é saber se o crescimento ficará ligeiramente acima ou abaixo de zero nos próximos trimestres, mas como será o desenrolar da crise de crédito e seus impactos na economia. Nesse sentido, reconhecemos que os riscos de um cenário adverso são elevados, mas sem perder de vista o horizonte positivo de médio prazo.

Em relação à Europa, acreditamos que o ciclo de crédito deve se desenvolver de maneira similar aos EUA, embora com menor intensidade, já que as famílias parecem menos expostas. Há algumas exceções, como a Espanha, onde o endividamento das famílias é bastante elevado, e países do Leste Europeu, muito

dependentes de fluxos estrangeiros de capital, onde o ajuste à crise de crédito pode ser mais intenso. O caso espanhol parece particularmente interessante. As famílias e empresas espanholas estão entre as mais endividadas do mundo. A questão mais importante a que nos deparamos é quão proativa será a política do Banco Central Europeu para resolver as restrições de crédito na Espanha se as principais economias da Zona do Euro parecem favoravelmente expostas ao crescimento asiático? A economia espanhola se beneficiou durante anos da exposição a taxas de juros mais baixas que as que provavelmente vigorariam se ela não pertencesse à Zona do Euro, o que, dentre outras coisas, permitiu seu crescimento acima da média de crescimento da região. Agora pode ser que a Espanha necessite de taxas de juros mais baixas que o restante da Europa para lidar com a crise de crédito, o que nos leva a crer que o país deva apresentar crescimento abaixo da média da região nos próximos trimestres.

É importante notar que os mercados financeiros são bastante integrados e que os bancos europeus devem enfrentar problemas em termos de lucratividade e restrições de capital parecidas às enfrentadas pelos bancos norte-americanos. Esperamos crescimento próximo a 1.5%, pouco abaixo do potencial, nos dois primeiros trimestres. Isso deve permitir que o Banco Central Europeu adote um discurso menos conservador e eventualmente se junte ao FED, flexibilizando a política monetária.

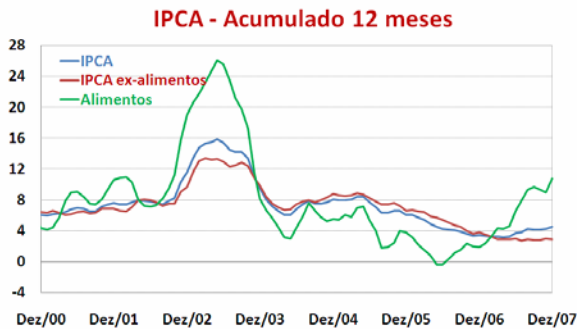
Mantemos nossa visão positiva em relação ao crescimento das economias emergentes, principalmente da Ásia. Sabemos que algumas economias asiáticas são bastante expostas ao comércio internacional, e devem sofrer importante desaceleração nos próximos trimestres. Mas o crescimento da China e da Índia, países com menor relação entre a corrente de comércio internacional e o PIB, deve se manter sólido. A corrente de comércio representa menos que 10% do PIB chinês e o setor exportador contribui com aproximadamente 7% do emprego no país. Os investimentos respondem pela maior parte do crescimento chinês, aproximadamente 8 p.p. do crescimento do PIB em 2007. Esperamos alguma desaceleração do crescimento dos investimentos em 2008, resultado das políticas restritivas adotadas pelo governo, mas não antecipamos grandes surpresas negativas nos próximos meses.

Entender a diferença entre as taxas de poupança na Ásia e no resto do mundo é crucial para desenhar o cenário prospectivo dos mercados globais. É primordial entender as questões decorrentes e suas possíveis implicações: (1) o mundo onde o bloco dinâmico em termos de crescimento poupa mais que a média é mais inclinado à inflação ou deflação? Acreditamos ser mais sujeito à deflação estruturalmente, apesar de sujeito a deterioração cíclica de preços como a que estamos temo presenciando. De qualquer forma, vários bancos centrais já estão reduzindo ou abandonando o viés de alta da política monetária, inclusive na Ásia; (2) Excesso de poupança no mundo permanece? Acreditamos que sim e não vemos sinais de queda da poupança na Ásia e no Oriente Médio. Isso significa que as taxas reais de juros de longo prazo estão declinando e permanecerão baixas, apesar do crescimento mundial ainda sólido; (3) como a liquidez gerada na Ásia (e nos países com elevado superávit em conta corrente) será distribuída e quais ativos serão beneficiados? Acreditamos que investimentos alternativos em países emergentes serão os mais beneficiados.

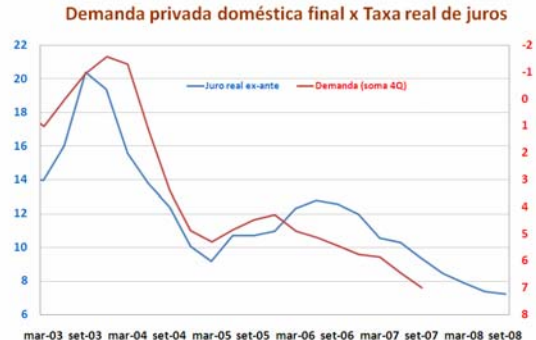
Finalmente, não devemos desprezar o risco de que o crescimento no mundo desenvolvido surpreenda para cima, o que pode ocorrer no segundo semestre de 2008. A princípio esse poderia ser mais um ponto positivo para ativos de emergentes. Porém, dada a política monetária expansionista adotada nos EUA, os temores de inflação podem ressurgir rapidamente.

## **Perspectivas para 2008 - Cenário Doméstico**

Acreditamos que o desconforto em relação ao cenário para a política monetária deve permanecer no curto prazo, dadas as incertezas em relação aos preços de alimentos e ao ritmo de crescimento da demanda doméstica. O cenário prospectivo para a política monetária e as incertezas em relação ao cenário internacional serão críticos para o país nos próximos meses. Nossas simulações indicam uma folga bem menor para o Banco Central em 2008 no que se refere à inflação. Os riscos vão na direção de juros mais altos e acreditamos ser possível que o Banco Central opte por adotar uma postura cautelosa. A inflação cheia está gravitando em torno da meta de 4.5%, indicando que a tolerância do Banco Central é bem menor que em meados de 2007, quando a inflação rodava a 3.5%.



Fonte: IBGE e Quest Investimentos

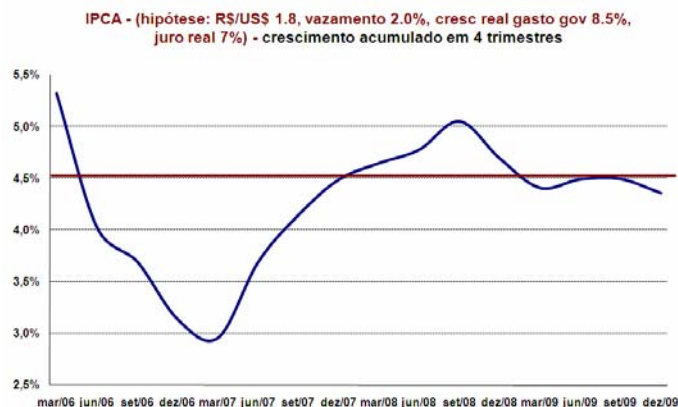


Source: Quest Investimentos.

O crescimento da demanda doméstica atingiu 7% no terceiro trimestre de 2007 (acumulado em 12 meses) e deve atingir o pico em meados de 2008 a uma taxa próxima a 8%, dados os efeitos defasados dos cortes de juros. Outra variável importante a ser monitorada é o ritmo de crescimento do crédito, que continua em torno de 25% ao ano e tem sido, juntamente com o crescimento do emprego e da renda, o principal fator por trás do forte crescimento das vendas no varejo em 2007 (cerca de 9,5% em termos reais em 2007). Acreditamos em alguma acomodação do crescimento das novas concessões de crédito em 2008, após o forte crescimento dos últimos anos, mas até agora ainda não há sinais concretos disso. O governo e o Banco Central parecem atentos aos riscos associados à continuidade do rápido crescimento do crédito e anunciaram, nas últimas semanas, algumas medidas para conter o crédito ao consumidor: o aumento dos impostos (IOF sobre empréstimos a pessoas físicas) e compulsórios sobre depósitos de empresas de leasing.

Do lado positivo, os investimentos, crescendo aproximadamente 14% na margem, foram os principais responsáveis pela aceleração recente da demanda doméstica. O ritmo de crescimento da absorção de máquinas e equipamentos é ainda mais forte, próximo a 20%. Como resultado, apesar da rápida expansão esperada da demanda doméstica, nossas simulações indicam uma estabilização da utilização de capacidade instalada da indústria ainda no primeiro trimestre, o que deve diminuir as pressões em relação à política monetária no médio prazo.

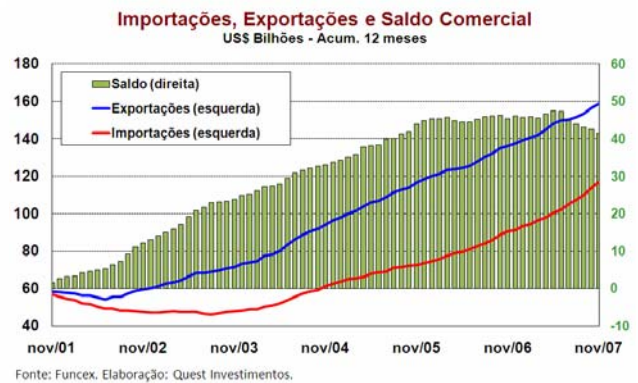
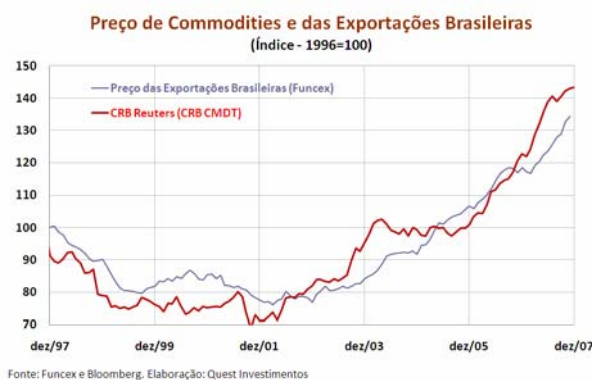
Além disso, esperamos que as importações continuem crescendo a um ritmo elevado e que o setor externo (importações menos exportações) subtraia mais que 2 p.p. do crescimento do PIB em 2008, continuando como uma das principais forças deflacionistas da economia, principalmente para os bens duráveis e de capital. De fato, a inflação desses bens permanece baixa e estável, entre zero e 2%, trajetória que deve ser mantida nesse ano. Até mesmo a inflação ex-alimentos de bens intermediários no atacado permanece bem abaixo da meta, em aproximadamente 3,5%. As exportações estão crescendo por volta de 25% ao ano e a penetração de importações em várias cadeias de bens, anteriormente insulados da competição externa, continuará a subir. Enquanto não houver uma reversão importante dos termos de troca, ligados principalmente ao comportamento dos preços de commodities, a taxa de câmbio permanecerá como âncora para a inflação de bens comercializáveis.



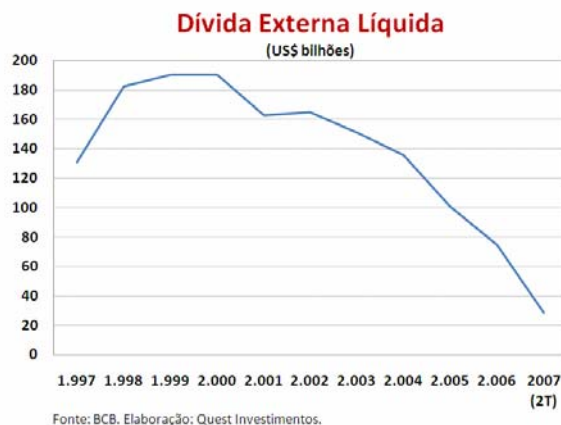


Nossas simulações indicam que a inflação acumulada em 12 meses deve romper o centro da meta nos próximos meses, atingindo o pico em torno de 5% entre o segundo e o terceiro trimestre de 2008. A inflação mais elevada esperada até o terceiro trimestre é resultado de um efeito base e conforme os números mais altos do segundo semestre de 2007 saíam do índice, no final de 2008, esperamos inflação bem mais próxima à meta, ligeiramente acima de 4.5%. Dado que os graus de liberdade da política monetária foram reduzidos, acreditamos que há grande chance do Banco Central agir preventivamente e aumentar os juros nos próximos meses. Se o Banco Central adotar uma postura preventiva, acreditamos que há grande chance do aperto monetário ser brando, entre 1% e 2%.

Apesar das incertezas em relação à política monetária nos próximos trimestres, os principais pilares da economia brasileira – câmbio forte e estável, crescimento sólido, taxa de juros relativamente baixa e menos volátil (para padrões brasileiros) – devem permanecer. A principal âncora do atual cenário econômico positivo continua sendo o excelente desempenho do setor externo, com o Brasil continuando a se beneficiar dos favoráveis termos de troca. Elevados preços de commodities são altamente correlacionados aos preços das exportações brasileiras. A exposição às commodities é bastante diversificada, indo de produtos agrícolas a minério de ferro e, em alguns anos, petróleo. A descoberta de grande reserva de petróleo pode adicionar cerca de US\$ 20 bilhões ao ano às exportações brasileiras. Tudo isto indica que o bom desempenho das exportações deve permanecer no médio prazo.



Dito isso, vale destacar que esperamos que o superávit da balança comercial caia em 2008, passando dos atuais US\$ 40 bilhões para algo entre US\$ 25 e 30 bilhões, com as importações mantendo o crescimento mais rápido que as exportações. As importações continuarão refletindo o forte crescimento da demanda doméstica e a tendência do Brasil de se tornar uma economia mais aberta. Após vários anos de superávits, esperamos um pequeno déficit em conta corrente, de 0.5% do PIB, como consequência do menor saldo comercial e da maior remessa de lucros e dividendos, apesar da continuidade esperada do crescimento dos investimentos estrangeiros diretos e em portfólio. Por fim, esperamos um moderado superávit no Balanço de Pagamentos e a compra de mais US\$ 30 bilhões de reservas (alcançando US\$ 210 bilhões), após os US\$ 80 bilhões acumulados em 2007. Nosso cenário base pressupõe taxa de câmbio relativamente estável, próxima a R\$ 1,75/USD, com possibilidade de alguma valorização adicional.



A maioria dos temas de investimentos que temos acompanhado para montar nossa estratégia deve ser mantida em 2008. O setor de construção civil e o crédito imobiliário devem continuar crescendo a um ritmo forte, até mesmo porque a alavancagem das famílias e sua exposição ao crédito imobiliário ainda está em um estágio bastante inicial no país, o que deve ser um dos fatores de sustentação do crescimento de longo prazo da economia. Nesse contexto de forte crescimento e inflação relativamente contida, apesar dos riscos, acreditamos que os setores expostos ao consumo doméstico de bens e serviços e o setor de construção (principalmente construtoras com foco em imóveis de baixo padrão) devem oferecer boas oportunidades.

Poderíamos citar diversos riscos importantes para o cenário local, mas acreditamos convergem para um risco principal: uma reversão da tendência positiva das contas externas dos últimos anos, principalmente dos termos de troca. Isso nos direciona à Ásia. Uma desaceleração da China e de outros países asiáticos, capaz de derrubar os preços das commodities e diminuir o apetite pelas exportações brasileiras é a variável crítica. Nossa visão é otimista. Ainda que haja uma desaceleração cíclica do crescimento global, há tendências reais e duradouras das economias emergentes que irão continuar beneficiando o Brasil, como a demanda elevada e crescente por energia e alimentos, dentre outras. O Brasil é um dos países mais bem posicionados neste ambiente.

### 3. Estratégia do Fundo Quest Ações FIA

Com um cenário macroeconômico externo mais volátil e com inúmeras incertezas quanto à intensidade da desaceleração da economia norte-americana e conseqüentes impactos na economia mundial e nos fluxos financeiros internacionais, o Ibovespa médio voltou a registrar expressiva baixa de -6,9% no primeiro mês do ano. O Quest Ações FIA seguiu a tendência e encerrou janeiro com queda de -9,8%.

O setor de Mineração foi um dos principais destaques no mês e principal responsável pelo desempenho negativo do fundo. Rumores da possível aquisição da Xstrata pela Vale (VALE5) contribuíram para a desvalorização de 10,9% da ação, em função de dúvidas quanto ao potencial alto preço a ser pago e à capacidade de financiamento da companhia, que poderia resultar na perda do grau de investimento ou redução da nota de classificação. Contudo, continuamos acreditando em pressões altistas de preços das *commodities* metálicas em razão da forte demanda chinesa e enxergamos uma potencial aquisição da Xstrata como positiva em termos de diversificação da carteira e sinergias geradas, mas o preço a ser pago continua pressionando a ação.

No ambiente doméstico, os bancos tiveram desempenho bastante negativo no mês por conta da adoção do compulsório sobre operações de leasing e perspectivas de piora de visibilidade de resultado como reflexo do aumento de impostos, elevação nos custos de *funding*, potencial aumento da inadimplência e redução do volume de concessão de crédito. A diminuição de visibilidade de resultados e possíveis novas medidas do governo nos torna céticos com relação ao desempenho deste setor neste ano.

Além disso, o anúncio da descoberta de uma importante jazida de Gás no Pré-Sal que poderá ter dimensões similares às de Tupi fez com que aumentasse o otimismo com relação ao tamanho das reservas de óleo e gás no Brasil, o que repercutiu positivamente no desempenho das ações da Petrobrás ao fim do mês. Mantemos nosso otimismo tanto com relação ao tamanho das reservas, a nosso ver com potencial de ser muito superior ao *guidance* da Petrobrás, quanto com relação à rentabilidade da extração dessas reservas.

### 4. Estratégia do Fundo Quest Long Short 30 FIM

Em janeiro, o Fundo Quest Long Short 30 apresentou rentabilidade de -0,70%. Nossa estratégia de investimento praticamente se manteve inalterada. No entanto, seguindo a estratégia do Fundo Quest Ações FIA, resolvemos reduzir nossa exposição no setor de Instituições Financeiras.

As maiores contribuições positivas para o desempenho do fundo em dezembro vieram dos setores de Energia Elétrica, Instituições Financeiras e Telefonia. Por outro lado, o setor de Consumo, Mineração e Bens de Capital foram os principais responsáveis pela contribuição negativa.

Aumentamos a exposição bruta média dos pares intrasetoriais para cerca de 40%, levando a exposição bruta média do Fundo no mês para 115%. O foco dos pares intrasetoriais permanece em Consumo, Instituições Financeiras, Energia Elétrica e Construção Civil.

## 5. Atribuição de Performance – Janeiro de 2008

Quest 1 FIM	
Bolsa	-1,25%
Bolsa ex-Brasil	0,70%
Dólar	-0,01%
Outras moedas	0,08%
Outros ativos ex-Brasil	-0,49%
Inflação Brasil	0,07%
Juros Brasil	0,00%
Caixa	0,67%
Despesas	0,11%
Custos	-0,13%
<b>Rentabilidade Líquida</b>	<b>-0,25%</b>

Quest 30 FIM	
Bolsa	-2,75%
Bolsa ex-Brasil	1,74%
Dólar	-0,01%
Outras moedas	0,27%
Outros ativos ex-Brasil	-0,89%
Inflação Brasil	0,03%
Juros Brasil	0,02%
Caixa	0,51%
Despesas	-0,02%
Custos	-0,17%
<b>Rentabilidade Líquida</b>	<b>-1,27%</b>

Quest Ações FIA	
Agronegócio	-0,01%
Bens de Capital	-1,27%
Construção Civil	-1,06%
Consumo	-2,27%
Elétricas e Saneamento	0,00%
Inst. Financeiras e Seguros	-0,42%
Logística e Transportes	-0,17%
Mineração e Siderurgia	-2,95%
Papel e Celulose	0,00%
Petróleo, Gás e Petroquímica	-1,46%
Telefonia, Mídia e Tecnologia	-0,08%
Caixa	0,07%
Despesas / Custos / Juros	-0,13%
<b>Rentabilidade Líquida</b>	<b>-9,75%</b>

Quest Long Short 30 FIM	
Agronegócio	0,09%
Bens de Capital	-0,54%
Construção Civil	-0,23%
Consumo	-0,73%
Elétricas e Saneamento	0,23%
Inst., Financeiras e Seguros	0,23%
Logística e Transportes	0,06%
Mineração e Siderurgia	-0,75%
Papel e Celulose	0,15%
Petróleo, Gás e Petroquímica	0,05%
Telefonia, Mídia e Tecnologia	0,30%
Caixa	0,56%
Despesas / Custos / Juros	-0,13%
<b>Rentabilidade Líquida</b>	<b>-0,70%</b>

Itens que compõem Despesas: corretagem, taxas (exceto taxas referidas em custo), cartório, impressos e demais despesas; e Custos: taxas administração, performance e custódia.

Para mais informações entrar em contato com:

Fone: 55 11 3526-2250 email: comercial@questinvest.com.br

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 política 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.