



Carta ao Cotista

Julho/2019



Joule Value FIA

Carta aos cotistas do fundo de investimento em ações Joule Value FIA.

Expomos nesta carta nossa visão do cenário atual, oportunidades e riscos associados.

Destacamos que nossa estratégia permanece a mesma desde a criação do fundo, baseada integralmente na avaliação de empresas *bottom up* buscando adquirir participação em empresas de capital aberto que representem oportunidade de geração de valor aos nosso cotistas.

Atualmente acreditamos em uma gradual retomada econômica e nossa carteira reflete essa visão investindo em empresas expostas à recuperação em combinação com valuation atrativo, qualidade de execução, bom momento operacional e subvalorizadas pelo mercado.

O cenário de juros básicos baixos, recuperação econômica e melhora nas expectativas podem gerar boas oportunidades no médio prazo, além de estimular investimento em ativos mais diversificados.

Incertezas políticas e possibilidade de deterioração nos mercados globais são constantes fontes de risco às quais acompanhamos e gerenciamos continuamente.

Agradecemos aos cotistas a confiança em nosso trabalho. Esperamos aqui demonstrar nosso posicionamento atual e drivers de resultados futuros.

Atenciosamente,
Joule Asset Management



Prezado(a) Cotista,

Destinamos a primeira parte da nossa carta de gestão para abordar questões que surgem em conversas com nossos cotistas. Sem nos propor a encerrar o assunto, discutiremos o efeito da queda da taxa de juros na Bolsa de Valores e se ainda “há fôlego” para altas adicionais. Ressaltamos que a própria taxa de juros é apenas uma variável do ambiente macroeconômico, dentre outras que influenciam a Bolsa de Valores. Muitas outras como PIB, inflação, câmbio, crédito, balança comercial e ambiente externo, entre outros, ficaram fora desse breve texto.

Enquanto o mercado aguarda uma possível retomada de crescimento econômico, a grande propulsora da Bolsa de Valores é a redução da taxa de juros. A Selic representa o custo primário do capital no país e tem influências nas decisões financeiras dos investidores além de ter reflexos nos negócios das empresas em diversas frentes como detalhamos a seguir.

Fazemos uso do conceito de “custo de oportunidade”, da forma descrita por James M. Buchanan (1987) cuja definição formal pode ser facilmente pesquisada. Para nossa discussão, diremos que o “custo de oportunidade” representa o valor associado à segunda melhor alternativa de investimento, não escolhida pelo investidor em detrimento da melhor alternativa. Outra forma de dizer seria “custo concorrente”. Em qualquer decisão que envolva mais escolha de 2 ou mais alternativas, existe “custo de oportunidade”.

A aplicação do conceito de custo de oportunidade pode ser muito mais complexa do que aparenta. Há desdobramentos na teoria financeira que nunca foram universalmente resolvidos. Por envolver escolhas, as alternativas trazem retornos (ou benefícios) e “riscos” diferentes. Nesse momento, consideremos “risco” como incertezas ou outras renúncias como liquidez, conforto ou até mesmo liberdade de diversificação.

Para citar um exemplo de uma questão simples, mas não resolvida na teoria financeira, se o prêmio de risco seria ou não constante ao longo do tempo. Se o “prêmio de risco” representa um “custo de oportunidade” entre a escolha de uma alternativa em relação à outra, este não poderia ser constante ao longo do tempo, uma vez que a percepção dos agentes sobre os retornos e riscos nunca poderia ser constante ao longo do tempo.

Na forma definida, acima, podemos aplicar o conceito de custo de oportunidade entre quaisquer duas ou mais escolhas. Selecionamos para esse exercício duas classes de ativos: investimentos atrelados ao CDI (ou com características semelhantes) e “ativos de risco”. Os efeitos da redução da taxa de juros são muito maiores do que tornar os investimentos associados ao CDI menos atrativos em relação aos “ativos de risco”. Essa relação não é necessariamente

objetiva, muito menos linear. Para a grande maioria das pessoas, a comparação de retornos é sempre mais objetiva do que a comparação do risco.

A Bolsa de Valores está dentro da categoria de “ativos de risco”. Em um ambiente com taxa de juros muito baixa, a maior parte dos investidores passa a aumentar gradativamente sua exposição nessas classes de ativos, apesar de serem absolutamente diferentes de investimentos relacionados à Selic. Isto ocorre porque, no processo de formação de patrimônio, o investidor convive com a dinâmica da interação de três fatores: poupança, prazo e rendimento. Em que, poupança diz respeito a quanto dinheiro será necessário poupar ao longo do prazo disponível para investir os recursos em uma taxa que se consegue obter.

Não há qualquer novidade nessa definição. No entanto, poucas pessoas percebem que o “rendimento real e líquido de impostos” é “muito diferente do rendimento nominal e antes de impostos”. A relação entre os dois não é óbvia como parece, inclusive porque o governo cobra imposto sobre o “lucro inflacionário”.

Entre 2007 e 2018 tivemos uma taxa de juros nominal bruta (composta) de 10,67% a.a. com uma taxa de inflação de 5,73% a.a. (também composta). Se o investidor tivesse um bom planejamento financeiro, seria tributado em “apenas” 15% desde que não resgatasse sua aplicação em um período inferior há 2 anos. Este período garantiu um “rendimento real líquido de imposto” de 3,16% a.a. A expectativa em 2020 é que tenhamos uma taxa de juros nominal de 5,0% a.a. com uma inflação de 3,6%. Desde que não haja mudança no “come-cotas” (imposto), o rendimento real líquido de impostos será de apenas 0,61% a.a. versus uma taxa histórica de 3,16 %a.a. na última década. Para referência do que significa uma queda no juros real líquido de impostos de 3,16% para 0,61%, multiplique seu patrimônio financeiro por essas duas taxas para comparar a “renda garantida” (ao ano) do seu dinheiro. Isso significa que seriam necessários R\$ 5,18 milhões de reais investidos na taxa de 0,61% a.a. para equiparar a renda de R\$ 1 milhão de reais na taxa de 3,16%.

Essa constatação tem reflexos. Com a redução do assistencialismo do Estado, marcado pelo esforço social em aprovar uma reforma da previdência, todos terão que poupar mais, trabalhar mais tempo e buscar maior retorno, até perderem a capacidade ou vontade de trabalhar. Trata-se da “dinâmica da insuficiência da poupança”.

Devemos ainda considerar o risco de aumento de impostos. Respire fundo... por diversos motivos que não cabem nesta discussão, não acreditamos que essa taxa baixíssima de juros se sustente por muito tempo. Ao mesmo tempo, atualmente não enxergamos uma conjuntura econômica que impusesse juros reais de 6% a.a.

Para colocar nossa estratégia nesse contexto, salientamos que nossa gestão é ativa. Monitoramos nossas empresas de forma contínua e estamos prontos a fazer

julgamentos sobre os ativos em nossa carteira pelo efeito de tudo o que sabemos a respeito das empresas e do ambiente econômico em que elas se inserem. Toda a discussão até aqui segue uma ótica absolutamente diferente do foco do nosso trabalho.

De volta ao assunto, se a taxa de juros cair e continuar baixa por um longo período, os mercados de ativos de risco crescerão bastante. A Bolsa de Valores poderá subir até que seu “custo de oportunidade” se equilibre com os investimentos concorrentes. Trata-se de um mercado onde a oferta de ativos é limitada.

A demanda virá da migração de investimentos anteriormente represados em ativos de menor risco.

Poderemos ver um mercado de títulos privados se desenvolver. Com liquidez, os investidores poderão comprar ativos que hoje praticamente são exclusividade de fundos de pensão e algumas classes de fundos. Nas companhias, o conceito de “custo de oportunidade” tem impactos para credores, acionistas e para a própria empresa. Os dois primeiros, através dos respectivos instrumentos (dívida e capital), buscam remunerar seus investimentos a taxas que os recompense pelo risco assumido. Se partirmos da premissa da racionalidade dos agentes e a (reduzida) assimetria de informação, o “custo de capital” das empresas traduziria, ainda que de forma sintética, as características dos diferentes negócios, ponderando de maneira justa seus riscos e oportunidades.

A taxa de juros afeta diretamente o custo de capital. Em uma abordagem interna, o menor custo de financiamento reduz a despesa de juros e ao mesmo tempo melhora o risco de crédito das empresas. Cria-se um efeito circular: a redução das despesas financeiras, melhoram métricas de risco, como o índice de cobertura de juros, que melhora o risco de crédito, que reduz o custo de captação, por sua vez reduzem a despesa financeira, que melhora o risco de crédito, que possibilita à empresa alavancar e investir.

Para a empresa, o menor custo de capital viabiliza projetos de investimento que trazem crescimento de receitas, diluição de despesas e crescimento dos lucros. São diferentes os reflexos para as empresas. Ganham as companhias com grande alavancagem financeira, alavancagem operacional; empresas que, para crescer, são mais dependentes de capital e até mesmo companhias com baixas margens líquidas. Para os acionistas, há criação de valor no que chamamos de “numerador” (aumento fluxo de caixa) e no “denominador” (redução de taxa de desconto e aumento da taxa de crescimento). A taxa de desconto diminui juntamente com o “custo de oportunidade” dos investidores (acionistas). Esse é o chamado “efeito de compressão da taxa de desconto”.

Em poucas palavras, conforme discutido acima, a queda da taxa de juros força a migração de recursos para ativos de risco, faz com que os investidores

estejam dispostos a pagar mais caro por eles e ao mesmo tempo melhora de diversas formas o resultado das empresas negociadas na Bolsa de Valores e conseqüentemente aumenta o valor desses ativos.

Temos “fôlego” para ir além? Sem profundas discussões de cenários econômicos possíveis, talvez sim. Provavelmente estamos entrando em um próspero ciclo econômico. Mas há muitas variáveis nesse tabuleiro. Esperamos e literalmente “torcemos” para que a taxa de juros permaneça baixa durante um período mais longo, embora não acreditemos que os juros reais possam se manter próximos a 1,5% ao ano, conforme argumentamos a seguir. Para sustentar juros tão baixos algumas variáveis teriam que se comportar de forma ordenada. Simplificando bastante essa questão, precisamos de superávit e a conversão de poupança em investimento. Os superávits recorrentes são necessários para não gerar pressão inflacionária e reduzir o risco soberano que por sua vez representa um prêmio de risco em relação às taxas de juros internacionais. Pedimos desculpas aos economistas mais formais por utilizarmos a seguir um verdadeiro “samba” de conceitos macro e microeconômicos para justificar nossa opinião.

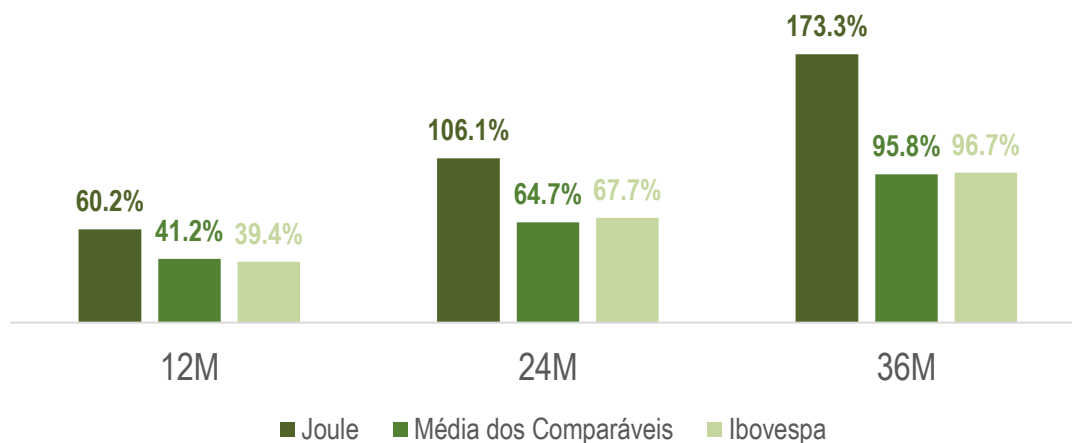
Sem nos estender na discussão do conceito de “taxa de juros de equilíbrio” (Teoria Wikselliana e Neo-Wickselliana), muitos economistas atribuem a persistência de altos juros reais no Brasil à baixa propensão a poupar. Construímos um cenário bastante simples para explicar nosso raciocínio: se o PIB e renda voltarem a crescer e a taxa de desemprego cair, será que o incremento de renda irá para poupança ou para o consumo? Voltemos ao assunto do “custo de oportunidade”: poupar significa renunciar ao consumo. Dado que “a propensão marginal a consumir é inversamente proporcional à renda”, em um país de renda média baixa, o crescimento de renda discricionária poderia aumentar demasiadamente o consumo e gerar inflação. Este efeito ainda é amplificado pela desalavancagem que a redução da taxa de juros gera sobre o orçamento doméstico. Vamos extrapolar essa discussão, afirmando que a extensão do período de taxas de juros baixas dependerá da convicção dos agentes sobre a duração desse cenário. Voltamos novamente, pela última vez, ao conceito de “custo de oportunidade”: se a poupança num cenário de crescimento econômico virar investimento, poderíamos ter uma expansão da oferta para além do hiato do produto que comportaria a demanda adicional, trazendo crescimento e aumentando a arrecadação do governo, colaborando com o superávit fiscal. As contas públicas têm reflexos diretos nos fluxos de recursos e taxa de câmbio. Atualmente, o mundo vive um longo período de taxas de juros baixas (inclusive com juros reais negativos em grande parte dos países desenvolvidos), colaborando para uma menor taxa de juros interna.

Logo, para sustentar juros tão baixos, o comportamento ordenado das variáveis descritas acima, nos traria um bom horizonte à frente.

Joule Value FIA

Apresentamos em seguida uma análise proprietária sobre o desempenho do nosso Fundo Joule Value FIA, foco de todo nosso esforço de trabalho.

Posicionamento do Joule Value FIA¹

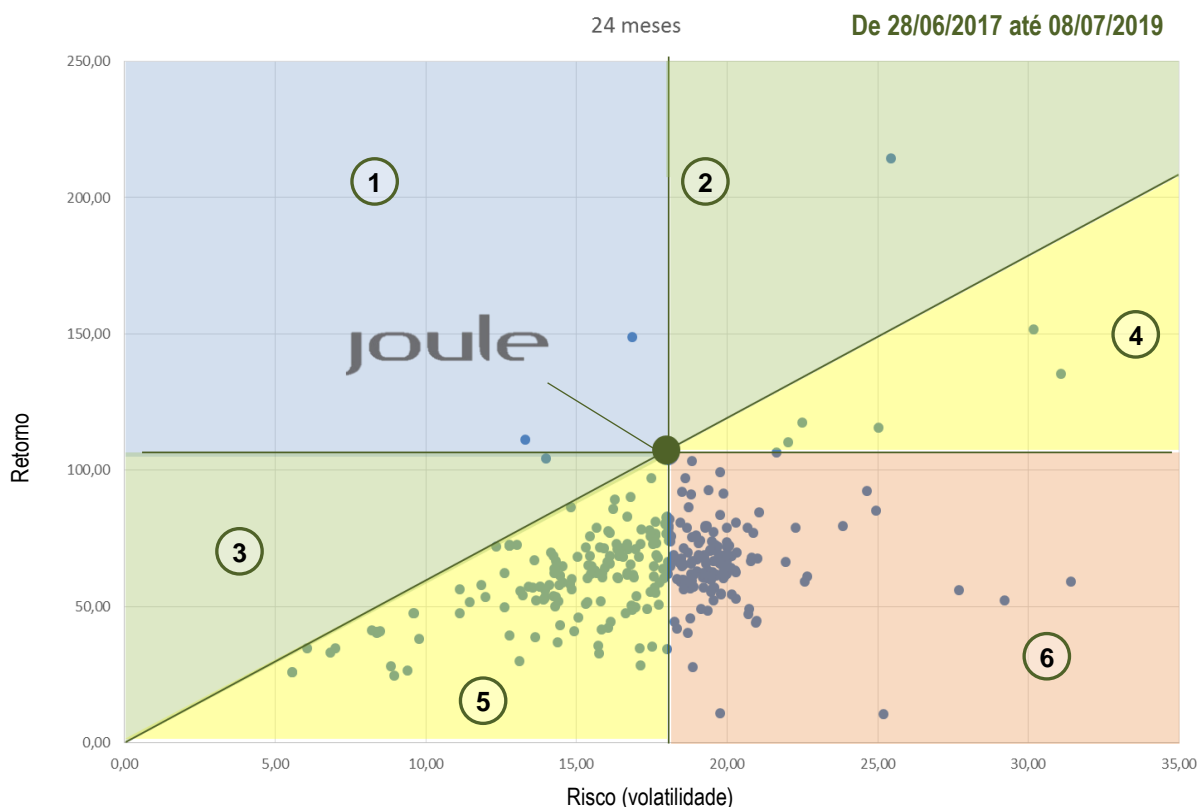


1. Foram considerados aqui fundo brasileiros de ações classificados pela ANBIMA como fundos de Dividendos, Indexados, Ações Índice Ativo, Ações Livre, Setoriais, Small Caps, Governança e Valor. Somente fundos com mais de R\$ 30 MM de AUM, com mais que 30 cotistas, que não sejam Master e com mais que 36 meses até o dia 08/07/2019 de operação foram considerados.

Gostaríamos de comentar os resultados do Fundo Joule Value FIA nos últimos períodos em relação aos nossos comparáveis. Na janela dos últimos 12 meses, obtivemos um retorno de 60,2%, em comparação com 41,2% de fundos similares. O índice Ibovespa rendeu 39,4% nesse período. Em termos de retorno, nosso Fundo está entre os 15% mais rentáveis fundos do país em 12 meses. Em uma janela maior de tempo, obtivemos uma rentabilidade de 173,3%, contra 95,8% dos comparáveis, colocando o Joule Value FIA entre os 10% melhores fundos.

Temos conseguido consistentemente gerar alpha (rendimento excedente em relação ao benchmark) nos mantendo sempre fiéis à nossa estratégia de longo prazo buscando gerar valor a partir de decisões muito bem fundamentadas que decorrem do nosso processo de investimento, desenvolvido e testado há anos.

Risco x Retorno em Relação ao Joule Value FIA¹



Elaboramos o gráfico acima com a proposta de medir a “eficiência”, “inteligência” ou ainda “qualidade” do Joule Value Fia na janela dos últimos 24 meses. Nesse ponto temos que fazer muitas ressalvas. No mercado financeiro, uma das métricas mais comuns de medida de risco é a volatilidade. Na análise que propomos acima, utilizamos a volatilidade como medida de risco para simplificar a compressão. Destacamos apenas que a volatilidade em si não tem qualquer influência na nossa gestão. Pela nossa filosofia de investimento, o risco do nosso Fundo de ações está associado à incerteza sobre o valor econômico das empresas nas quais investimos. Na visão do mercado a volatilidade da cota do nosso Fundo traduz o risco do Joule Value FIA.

No gráfico estão 312 fundos, considerados comparáveis, dispostos em relação ao seu risco e retorno. Dividimos a amostra em 6 grupos de acordo com seu posicionamento em relação ao nosso Joule Value FIA. Em resumo, cada quadrante representa o resultado passado levando em conta a rentabilidade dos fundos e o risco tomado por eles em relação ao Joule. Conforme demonstramos acima somente 2 fundos obtiveram melhor “score” na relação risco-retorno que o nosso. Sem restrição nenhuma de risco, teríamos poucos fundos no grupo 2 e 4 com retorno maior que o Joule. No entanto, o risco assumido, medido pela média da volatilidade desses 2 grupos, foi significativamente maior: 27% contra 18% do Joule

Value FIA. Em relação ao *trade-off* (nesse caso proposto de forma linear), todos os fundos do grupo 4 tiveram relações de risco e retorno inferiores ao Joule Value FIA.

Em relação ao retorno em si, a média de retorno dos fundos dos quadrantes 3, 5 e 6 foi de 62% no período contra 106% do Joule. Trata-se de um desempenho que nos deixa bastante orgulhosos. Trabalhamos diariamente para replicar resultados como esse, através do investimento de tempo e esforço no nosso processo decisório, que consideramos tão importante quanto o longo esforço dedicado para entender e avaliar as nossas empresas.

Anexo - Rentabilidade Joule

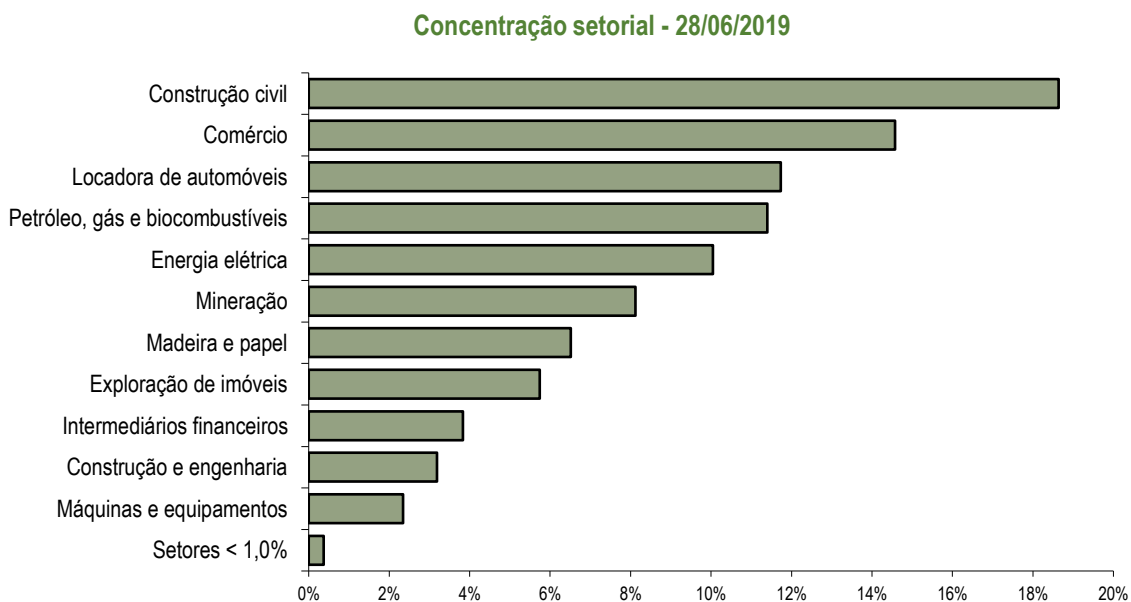
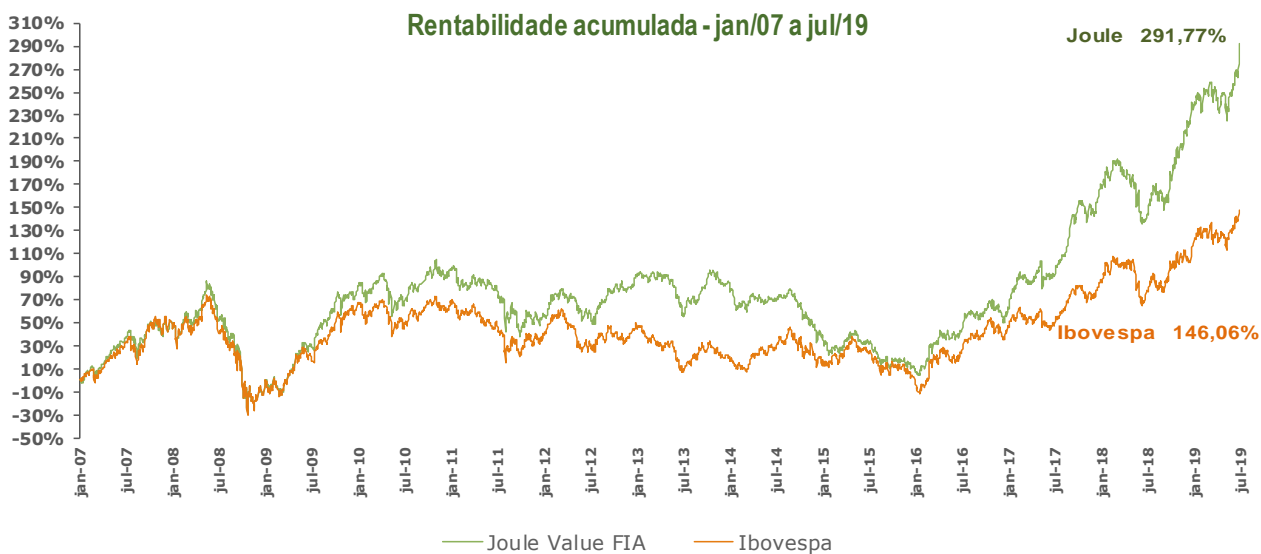
	Joule Value FIA	Ibovespa
Rentabilidade Acumulada*	291,77%	147,44%
Retorno Anualizado	11,59%	7,54%
Retorno Médio Diário	0,044%	0,029%
Risco Diário**	1,47%	1,71%
Índice de Sharpe***	2,02	1,10
Beta Histórico	0,72	1,00
Anos acima do benchmark	8 anos	NA
Anos abaixo do benchmark	3 anos	NA
Maior Rentabilidade Mensal	15,23%	16,97%
Menor Rentabilidade Mensal	-24,82%	-24,80%

* desde 05 de janeiro de 2007

** desvio-padrão dos retornos diários

*** Janela de 24M

	Joule Value FIA	Ibovespa
Rentabilidade 12M	60,61	39,35
Rentabilidade 24M	106,14	67,73
Rentabilidade 36M	173,27	96,71



		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano
2007	Joule Value Fia	4,94%	0,72%	5,92%	7,61%	7,07%	3,91%	2,83%	-1,37%	6,65%	2,92%	-0,34%	1,90%	51,52%
	Ibovespa	5,67%	-1,68%	4,36%	6,88%	6,77%	4,06%	-0,39%	0,84%	10,67%	8,02%	-3,54%	1,40%	51,23%
2008	Joule Value Fia	-8,11%	12,08%	-4,20%	9,73%	10,91%	-9,54%	-7,56%	-7,96%	-15,74%	-24,82%	-2,75%	3,29%	-41,18%
	Ibovespa	-6,88%	6,72%	-3,97%	11,32%	6,96%	-10,44%	-8,48%	-6,43%	-11,03%	-24,80%	-1,77%	2,61%	-41,22%
2009	Joule Value Fia	6,24%	-2,86%	7,44%	15,23%	13,45%	0,29%	10,86%	5,43%	6,91%	-0,66%	7,79%	1,92%	98,23%
	Ibovespa	4,66%	-2,84%	7,18%	15,55%	12,49%	-3,26%	6,41%	3,15%	8,90%	0,05%	8,93%	2,30%	82,66%
2010	Joule Value Fia	-0,92%	0,87%	6,31%	-3,80%	-6,31%	-3,00%	10,61%	-1,43%	5,95%	2,87%	-2,52%	2,69%	10,51%
	Ibovespa	-4,65%	1,68%	5,82%	-4,04%	-6,64%	-3,35%	10,80%	-3,51%	6,58%	1,79%	-4,20%	2,36%	1,04%
2011	Joule Value Fia	-5,23%	-0,69%	1,89%	-0,20%	0,12%	-3,41%	-5,13%	-4,79%	-11,44%	9,03%	-2,67%	0,02%	-21,43%
	Ibovespa	-3,94%	1,22%	1,79%	-3,58%	-2,29%	-3,43%	-5,74%	-3,96%	-7,38%	11,49%	-2,51%	-0,21%	-18,11%
2012	Joule Value Fia	8,42%	3,82%	-0,31%	-0,26%	-6,65%	-1,42%	0,11%	6,97%	3,65%	2,50%	-0,06%	4,72%	22,65%
	Ibovespa	11,13%	4,34%	-1,98%	-4,17%	-11,86%	-0,25%	3,21%	1,72%	3,70%	-3,56%	0,71%	6,05%	7,40%
2013	Joule Value Fia	0,96%	-0,05%	2,09%	-1,05%	-5,92%	-8,23%	1,43%	-0,48%	7,64%	7,88%	-3,18%	-0,87%	-0,99%
	Ibovespa	-1,95%	-3,91%	-1,87%	-0,78%	-4,30%	-11,31%	1,64%	3,68%	4,65%	3,66%	-3,27%	-1,86%	-15,50%
2014	Joule Value Fia	-12,06%	2,68%	3,70%	-2,15%	-1,92%	1,80%	0,83%	3,87%	-6,15%	-5,47%	-4,69%	-7,00%	-24,66%
	Ibovespa	-7,51%	-1,14%	7,05%	2,40%	-0,75%	3,76%	5,00%	9,78%	-11,70%	0,95%	0,18%	-8,62%	-2,91%
2015	Joule Value Fia	-12,84%	5,79%	-0,34%	8,25%	-3,76%	-0,97%	-3,62%	-8,05%	-4,96%	3,12%	-2,06%	-0,38%	-19,65%
	Ibovespa	-6,20%	9,97%	-0,84%	9,93%	-6,17%	0,61%	-4,17%	-8,33%	-3,36%	1,80%	-1,63%	-3,93%	-13,31%
2016	Joule Value Fia	-1,47%	5,93%	12,58%	6,31%	-2,95%	4,00%	10,11%	-1,72%	0,65%	8,70%	-2,18%	-3,23%	41,30%
	Ibovespa	-6,79%	5,91%	16,97%	7,70%	-10,09%	6,30%	11,22%	1,03%	0,80%	11,23%	-4,65%	-2,71%	38,94%
2017	Joule Value Fia	11,55%	6,40%	-2,72%	4,16%	-2,07%	1,58%	6,02%	8,73%	9,64%	4,53%	-3,09%	6,39%	62,97%
	Ibovespa	7,38%	3,08%	-2,52%	0,64%	-4,12%	0,30%	4,80%	7,46%	4,88%	0,02%	-3,15%	6,16%	26,86%
2018	Joule Value Fia	9,13%	1,35%	-0,83%	-2,28%	-6,93%	-7,37%	9,07%	0,76%	-2,76%	15,30%	6,94%	5,52%	28,48%
	Ibovespa	11,14%	0,52%	0,01%	0,88%	-10,87%	-5,20%	8,88%	-3,21%	3,48%	10,19%	2,38%	-1,81%	15,03%
2019	Joule Value Fia	3,83%	1,14%	0,14%	-0,44%	-0,28%	5,85%							10,51%
	Ibovespa	10,82%	-1,86%	-0,18%	0,98%	0,70%	4,06%							14,88%

Disclaimer

- A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Todas as informações contidas neste relatório têm caráter meramente informativo e, portanto, não devem ser consideradas ofertas de venda ou compra de cotas do fundo ou qualquer título ou valor mobiliário. A Joule Asset Management não intermedia, comercializa ou distribui quaisquer quotas de clubes, fundos ou qualquer outro ativo financeiro.
- A Joule Asset Management não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste material. As projeções, opiniões e valores expressos nesse relatório foram elaboradas no momento da sua publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso prévio.
- Os fundos geridos pela Joule Asset Management aplicam seus recursos em ações de acordo com a legislação vigente e, portanto, estão sujeitos a oscilações diárias. Os fundos de investimento poderão incorrer em rentabilidade negativa e perda do capital investido. Os fundos de investimento não utilizam estratégias com derivativos e não contam com garantia da instituição administradora, do Gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.
- É recomendada a leitura detalhada do Estatuto dos fundos que pode ser obtido junto à administradora. Os fundos estão sujeitos a todos os riscos das ações que compõem sua carteira. O Estatuto dos fundos e demais informações sobre Distribuição e Administração poderão ser obtidas junto à sua Administradora e Distribuidora.
- O Gestor dos fundos não se obriga a vender índice ou fazer qualquer tipo de operação para limitar perdas caso o mercado apresente grandes oscilações negativas.
- Informamos que os sócios e funcionários da Joule Asset Management podem ter investimentos nos fundos administrados pela empresa.