

CARTA

AOS

COTISTAS

joule

**Nada é Permanente,
Exceto a Mudança**

joule
asset management

24/Nov/2021



Prezados cotistas,

"When an economy is growing, the salient fear preoccupying investors is that high growth will not persist. But when the economy is stagnant, the salient fear is that sluggishness will persist."

Lars Hansen

Após a significativa queda no mercado de renda variável no Brasil nos últimos meses (especialmente em Outubro) e a queda ainda maior da cota do nosso fundo Joule Value, **investidores próximos com quem temos conversado recentemente, avaliam a possibilidade de fazerem novos aportes. Essas conversas passam por discutir o momento atual e os riscos do cenário a frente bem como pelo julgamento de se o pior ainda está por vir.** Temos certeza de que todo esse assunto é do interesse de todos. O texto abaixo é uma síntese da nossa visão sobre esses assuntos.

Queremos fazer uma grande ressalva em relação aos assuntos e opiniões que dividimos abaixo. Cartas como esta são importantes momentos que aproveitamos para compartilhar com nossos cotistas nossa visão sobre gestão ativa em ações, filosofia de investimento entre outras coisas. **Esse texto parecerá bastante diferente dos demais, geralmente discutimos sobre a "tese", dessa vez, focamos no "caso".**

Como toda análise que fazemos, **ressaltamos a imensa diferença entre previsão e explicação.** Não trabalhamos, em momento nenhum de nosso processo de investimento, com previsões; não sabemos o futuro e nem nos propomos a isso. O texto abaixo, da mesma forma, não deve ser visto e nem compreendido como uma previsão do futuro. Mas sim como uma peça que analisa e busca compreender o momento atual com as informações disponíveis neste momento, e faz conjecturas sobre o que, hoje, se desenha à frente. **Vemos, como muitos outros investidores, inúmeras maneiras de nossa realidade econômica se deteriorar ou melhorar,** mas isso depende de novos fatos/informações que não existem hoje; portanto não são consequências (no sentido de causalidade) do momento atual. Como exemplo, os EUA podem errar na política monetária ou podemos ter governo populista em 2023.

Poderíamos dizer **que vivemos uma conjuntura macro muito pior do que a que veremos à frente,** o momento atual é marcado por um enorme **contraste entre o macro e o micro,** a realidade operacional e financeira das empresas seguramente é a melhor em mais de uma década. Dentre todos os fatores que explicam a destacada queda das nossas empresas, o principal é a **liquidez restrita** pelo movimento de venda de institucionais locais com destaque para grandes fundos de ações que sofreram resgates significativos desde o começo da pandemia. **Nos últimos 2 meses o fluxo de venda tem sido soberano sobre os resultados trimestrais das empresas e valuation.** Ciclicamente consideramos um excelente ponto de entrada no nosso Fundo dados os preços atuais e seu contraste com a qualidade e valor das empresas que temos em carteira. Nossa estratégia não depende de acertar o momento exato da virada de mercado.

Esta breve carta é direcionada para aqueles que acompanham nossa estratégia de investimento, nossos cotistas e interessados.

Em um julgamento subjetivo, baseado em nossa observação e experiência ao longo dos últimos 20 anos, acreditamos que **estamos vivendo um momento de extrema assimetria nas oportunidades de risco/retorno**. O mercado de ações brasileiro hoje reflete um grande *stress* em três grandes pilares que dirigem o mercado de ações. O mercado enxerga uma fotografia macro e a perpetua para frente. Ciclicamente, acreditamos que o **ambiente macroeconômico irá melhorar** diminuindo pressões sobre renda variável.

A oportunidade hoje não se trata de apenas comprar empresas a preços menores do que estavam há pouco tempo atrás. **Nossa carteira é composta por excelentes empresas com negócios crescentes e lucrativos**, resilientes a momentos de pior desempenho da economia em geral (piores cenários de PIB). Tais companhias já nos recompensariam com atrativas taxas de retorno mesmo antes da forte queda recente nos preços das suas ações.

Uma licença para nos dirigir diretamente aos mais familiarizados com a nossa estratégia (recomendamos a leitura de nossa [Carta aos Cotistas sobre Risco](#)¹): temos vendido incerteza e comprado risco. Esse movimento, ainda que marginal sobre o todo, certamente melhora o nosso portfólio.

Historicamente, nosso horizonte de investimentos é de 3 a 5 anos. E isso não é apenas retórica, o período médio que mantemos uma ação em carteira, que ficamos investidos na mesma empresa, é de 4,5 anos! **Estamos convencidos de que as assimetrias que exploramos trarão boas recompensas em seu tempo** apesar do desfavorável desempenho do mercado nos últimos 12 meses. Em nossa visão, os baixos preços das ações na bolsa se comparam ao período de 2008, durante a grande crise financeira global. As incertezas sobre o futuro macro econômico naquela época eram gigantescamente maiores.

Vivemos hoje a chamada “tempestade perfeita” com uma **moeda demasiadamente desvalorizada** (1) que aprofunda os baixos níveis de preços de ações, **reação extrema ao risco fiscal** (2) em conjunto com uma **histeria em relação à inflação corrente** (3), forçando o Banco Central a **umentar significativamente as taxas de juros de curto prazo** (4) em movimento **contracíclico**, quando é **esperado políticas deflacionárias na China e nos EUA**. Sobre tais circunstâncias, as **expectativas de crescimento do nosso PIB** são revistas sequencialmente para baixo.

Reagindo tardiamente, **investidores institucionais** (fundos de investimentos, de pensão, seguradoras) realizam perdas, gerando **forte movimento de vendas de ações, reduzindo a liquidez** nesta classe de ativo. Esse intenso movimento de saída de renda variável foi puxado não apenas por fundos multimercado, mas **intensificado por resgates em grandes fundos de ações**², inevitavelmente nossos sócios em diversas empresas. Para muitas estratégias, fugir de ações e buscar liquidez em um momento extremamente ruim é justificável. Muitas dessas vendas

¹ <https://www.jouleinvest.com.br/arquivos/2019/carta-ao-cotista/joule-value-fia-carta-aos-cotistas-risco-nov19.pdf>

² Dos 80 fundos com Patrimônio Líquido maior que R\$ 1 bilhão em 30/12/2020, 20 deles tiveram resgate médio de 40% de suas cotas em 2021 (até 29/10/2021)

foram posições compradas entre Março e Junho/21, quando no curto prazo a oportunidade era surfar o *rally* de reabertura. Não existe certo ou errado, virtude ou pecado. As diversas estratégias seguem prazos de investimento distintos, arbitram horizontes de investimento diferentes e entregam volatilidades variadas. Quando o macro melhorar certamente teremos fluxos de compra vindos de investidores com estratégias mais curtas.

Fluxo de Invest. na B3, R\$ Milhões, até 17/Nov/2021

Tipo de Investidor	nov/21	2021
Pessoa Física	-526	3.346
Institucionais	-3.389	-65.327
Extrangeiros	2.461	57.165
Companias	1.652	12.292
Instituições Financeiras	-5	-1.591
Clubes de Investimentos	-191	-6.515
Outros	-1	701

Fonte: B3

Para completar tal tempestade com mais trovoadas, a Europa começa sofrer com o enfraquecimento do crescimento na China, **valorizando ainda mais o dólar** globalmente (e, conseqüentemente, frente ao real).

De uma forma mais direta, **as circunstâncias atuais impactam 3 pilares** que historicamente direcionam o mercado de ações: vivemos uma virada de **ciclo** com aperto

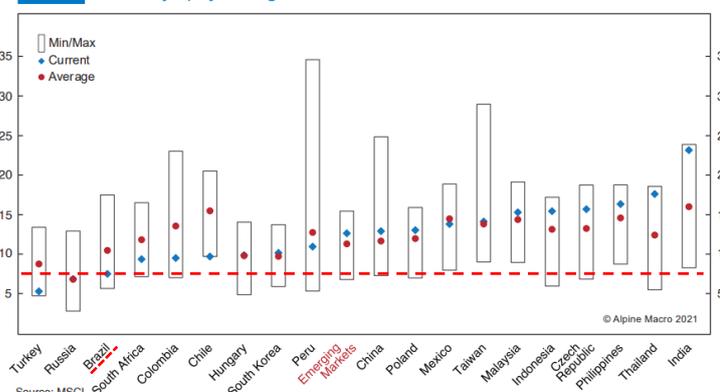
de política monetária, o ambiente à frente aponta para menores **expectativas de crescimento** e o dinheiro fica escasso para o mercado de variável afetando diretamente sua **liquidez**.

Esses fatores em conjunto formam uma circunstância que não deverá durar muito, enquanto os **valuations atuais precificam um desconto exagerado** que já os coloca em “território de stress” mesmo em perspectivas bastante longas.

Chart 4 EM Stocks In Perspective



Chart 2 EM Country Equity Ranking: Forward P/E Ratio



Fonte: Alpine Macro

Nota: as ações no Brasil negociam a preços/lucros futuros mais baixos do que as mínimas históricas de boa parte dos países emergentes desse estudo.

Considerações sobre os componentes “numerados” na tempestade perfeita

1. O Real tende a se valorizar como reflexo às taxas de juros mais altas. Ao mesmo tempo, a baixa dívida externa brasileira em dólares reduz o risco de crédito do país para um investidor

externo em títulos públicos. Nosso país virará “*high yield*” sem risco de solvência proporcional. A moeda brasileira é uma das mais desvalorizadas dentre os mercados emergentes enquanto o Brasil sofreu relativo baixo impacto no PIB como consequência da pandemia.

2. O ruído fiscal deve silenciar significativamente conforme nos aproximamos do fim do ano. Em um mês o Congresso estará de férias e nossos noticiários terão que mudar de manchete. Sob uma ótica menos romântica, mais livre de vieses, o conflito envolvendo **o risco fiscal consiste em um curto e limitado, apesar de intenso, episódio com espaço limitado para maiores e mais prolongados danos.**

Primeiro, o **orçamento discricionário do governo federal é limitado** e, segundo, há **pouco espaço para “contabilidade criativa”** (como a alteração da data do indexador de reajuste do teto). As soluções criativas e a intensa movimentação política do governo para liberar mais verbas **demonstram exatamente os fortes limites fiscais aos quais o governo está sujeito.**

2022 será ano eleitoral, quando o governo estará sujeito há **limites ainda maiores dos seus gastos e do controle do seu orçamento.** Essas restrições adicionais³ visam justamente evitar que governantes atuais onerem os cofres comprometendo a gestão futura. Em 2023 teremos um **governo desconhecido, com regras que já conhecemos hoje!** Restrições orçamentárias determinadas pelos gastos obrigatórios e curto orçamento discricionário com exceções limitadas pelo nosso arcabouço institucional.

Muitos se esquecem de mencionar que a **“PEC do teto” é uma emenda constitucional**, o que demanda 3/5 de apoio nas casas parlamentares para que seja alterada. Adicionalmente, muitos analistas políticos lembram que nos **anos iniciais de mandatos presidenciais**, com significativa parcela do congresso renovada, a **pressão dos eleitores**, mídia e grupos de interesse são **maiores.**

Mencionamos aqui duas reflexões com as quais simpatizamos (apesar do pouco aprofundamento) normalmente mencionadas sobre eleições:

Nos 2 primeiros anos, governos tendem a focar em reformas e tomar decisões mais austeras para usufruir desse ônus nos últimos anos de mandato. Seria **contraintuitivo apostar no contrário.**

Quando temos a disputa entre 2 extremos do espectro político com grandes rejeições, a vitória tende a ser definida pelo centro.

3. A inflação tende a ser transitória, apesar de poder ser mais longa que gostaríamos. Como muitos analistas apontam, a inflação corrente tem sido **fortemente impactada pela alta em alimentação e energia e amplificada pela desvalorização de nossa moeda.** Há **2 boas notícias, uma ruim e uma armadilha para os analistas.** Nenhum desses pontos nos levam, entretanto, à catástrofe.

³ Lei de Responsabilidade Fiscal e Lei das Eleições

A primeira boa notícia para inflação é que **os países desenvolvidos estão caminhando para um ambiente deflacionário**. Após a significativa retomada econômica, o mundo está se reestabelecendo e voltando para uma realidade mais parecida com o que vivíamos pré-pandemia. Deveremos ter uma **pressão deflacionária vinda de fora** durante o próximo ano.

A notícia ruim é que o “pouso forçado” da economia americana, após seguidos estímulos governamentais, já está acontecendo. **O mundo pré-pandemia resulta em ambiente de menor crescimento**, altas taxas de poupança e juros reais negativos. O crescimento de nosso PIB será impactado por menores taxas de crescimento nos EUA e China.

A segunda boa notícia é que novas rodadas de **medidas de estímulo já estão começando**, especialmente na China onde a **expansão do crédito** e liquidez é fundamental para manter a economia aquecida. O risco neste ponto está associado à “qualidade do crescimento”, julgamentos heterodoxos e subjetivos das autoridades chinesas que sempre abrem portas para erros de políticas.

Historicamente, o **desempenho das bolsas dos países emergentes tem sido bastante sensível ao ciclo de crédito chinês**. Na última década, reduções na disponibilidade de crédito na China (2013 e 2018) causaram efeitos indesejáveis sobre o crescimento da sua economia forçando o governo a recuar. Os erros de política trouxeram correções significativas nos mercados de renda variável em países emergentes seguidas de *rallies* de alta quando o crédito voltou a crescer.

A China já reduziu o depósito compulsório (RRR - reserve requirement ratio) e cortes adicionais são esperados a qualquer momento. O efeito sobre a atividade geralmente começa a ocorrer de 6 a 8 meses. Os “sensores antecedentes” do apetite de risco dos investidores são o PMI e o mercado de ações da China.

Inflação é, por definição, medida de variação. Com a redução dos gargalos em produção e logística internacionais podemos ver deflação em base anual nos EUA já na metade de 2022. Países emergentes se beneficiarão dessa normalização nas cadeias globais que os permitirão utilizar toda a sua capacidade produtiva.

Chart 1 China's Repeated Policy Blunders



*MSCI Large, Mid & Small Cap Total Return Index in US\$ terms
**Shown as 12-month moving sum
Note: Shading denotes credit contraction

Fonte: Alpine Macro

Aqui no Brasil, devemos sentir uma migração da pressão inflacionária do IGP para o IPCA e de produtos para serviços que “deflacionaram” nos últimos meses. O movimento é inevitável e será sentido rapidamente nos reajustes salariais das categorias para 2022. Aqui se apresenta a armadilha aos analistas de inflação: persistência na inflação deve impulsionar a retórica de que essa inflação é “não temporária” e de “fora de controle” o que certamente trará impacto nos mercados de juros. Não estaremos diante de uma nova pressão inflacionária uma vez que o impulso nos custos de produção, alimentos e energia com reflexo no custo de produção de bens duráveis ficou nos últimos 18 meses. Os efeitos poderão refletir como “eco” à frente, mas a força inicial se dissipou.

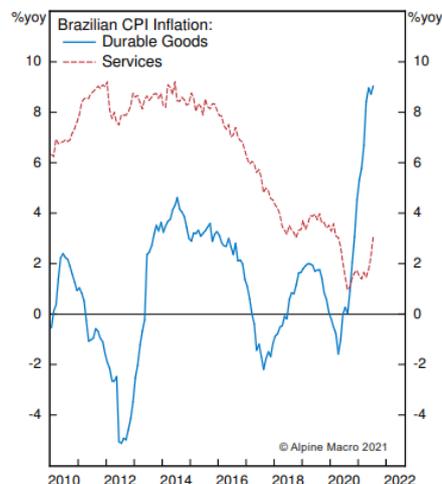
Seria imprudente ignorar que o **comportamento da inflação** ao longo das últimas 3 décadas. Uma **fotografia longa** mostra que não apenas no Brasil, mas nos mercados emergentes como um todo, a **inflação convergiu para os níveis dos países desenvolvidos desde 2005. Mudanças estruturais** são os principais catalisadores, dentre elas: dívidas em moedas estrangeiras foram significativamente reduzidas, reservas internacionais fortalecidas e reformas fiscais realizadas em maior ou menor grau, independência formal ou funcional dos bancos centrais entre outras. A pandemia não alterou significativamente essas forças no longo prazo nem causou danos perpétuos à grande maioria dos emergentes.

Breve consideração sobre os reflexos de inflação, crescimento, política monetária e estratégia em renda variável.

Inflação maior e crescimento menor nunca serão boas notícias para as ações. No entanto é oportuno comentar que para o mercado acionário, inflação é tolerável em um cenário de crescimento. Destacamos também que pela ótica do investidor fundamentalista, o **menor crescimento econômico é preferível a um cenário de maior inflação com políticas monetárias restritivas**. A seleção de empresas contorna problemas de menor crescimento de PIB, abrindo espaço para a criação de valor dessa estratégia. Investidores “*bottom up*” conseguem conviver com crescimentos econômicos menores.

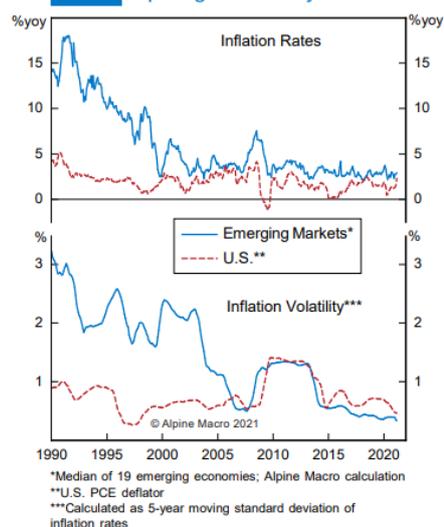
4. Após o que esperamos ser um curto ciclo de alta da inflação e o consequente e significativo aumento nas taxas de juros, devemos finalmente começar a **vislumbrar um cenário de ajustes. Conforme um cenário mais calmo à frente, devemos ter um início de movimento de quedas nas taxas de juros reais, uma melhor perspectiva de crescimento e um sentimento significativamente mais positivo. Os mercados devem se ajustar e a rara oportunidade de**

Chart 8 Brazil Inflation: The Covid Factor



Fonte: Alpine Macro

Chart 1 Improving Price Stability In EM



Fonte: Alpine Macro

aproveitar a forte assimetria atual entre risco e retorno nos mercados de ações já poderá ter ficado para traz.

A forte e frequente pressão de venda de ações de empresas em excelente momento operacional, forçando muitas vezes quedas de 5% em um único dia, nos força a reconhecer que as forças de mercado de curto prazo e o movimento da manada, são bastante convincentes e capazes de nublar a visão dos investidores para os fatos, além de piorar suas expectativas (incluindo seu sentimento propriamente dito) para o futuro. Mas evidências de melhoras estão por todos os lados para serem consideradas. Contrastando o mercado consigo próprio podemos extrair uma análise mais fria. Peguemos de exemplo as expectativas de inflação e juros para 2022 comparadas a 2023 ([relatório Focus⁴](#) 12/Nov/2021). Notem que a inflação de mais de 9% em 2021 cairá para 4,55% em 2022 e 3,27% em 2023. A Selic termina o ano de 2022 em 10,25% e cai 300 bps para 7,25% em 2023, um baixo juros nominal que assistimos por curtos períodos de tempo na nossa história.

		2021						2022						2023					
Mediana - Agregado		Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	5 dias úteis	Resp. ***	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	5 dias úteis	Resp. ***	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Co-se
IPCA (variação %)		8,96	9,77	10,12	▲ (33)	137	10,16	105	4,40	4,79	4,96	▲ (18)	135	5,00	105	3,27	3,32	3,42	▲
PIB Total (variação % sobre ano anterior)		4,97	4,88	4,80	▼ (6)	94	4,78	62	1,40	0,93	0,70	▼ (7)	93	0,64	62	2,00	2,00	2,00	:-
Câmbio (R\$/US\$)		5,45	5,50	5,50	= (3)	116	5,50	77	5,45	5,50	5,50	= (3)	112	5,50	75	5,20	5,30	5,30	:-
Selic (% a.a.)		8,75	9,25	9,25	= (3)	127	9,25	81	9,50	11,00	11,25	▲ (1)	125	11,25	81	7,00	7,75	7,75	:-

Relatório Focus de 19/Nov/2021

Recomendamos a leitura de um [texto escrito pelo Mansueto Almeida⁵](#) que trata exatamente da histeria pública em contraste com a situação real e fria da nossa economia. Uma boa parte do nosso problema está na sinalização do país que queremos ser. Mansueto ressalta que haveria muitos motivos para comemorarmos, enquanto a catástrofe precificada atualmente pelo mercado contrasta com dados melhores que o próprio mercado esperava. O endividamento do setor público atualmente está abaixo do esperado pelo mercado (em torno 82%) e temos um déficit bem melhor que o antecipado (1,5% do PIB enquanto o mercado esperava algo em torno de 3%). Para os extremamente cautelosos, não encontramos textos bem embasados em dados e informações que apontem para um ponto de vista contrário ao narrado pelo ex-secretário do Tesouro.

Nossa expectativa é que a melhora **do humor virá de forças internas**. Ao sinal de redução de ruído político e fiscal **devemos ter significativas correções nos preços das ações**, hoje muito subavaliadas.

Sem tentar o impossível de adivinhar quando atingiremos o vale (*timing the bottom*), acreditamos que mesmo com toda situação excepcional atual, as chances de as coisas piorarem de forma significativa são muito baixas. **Muitos dos fatores de risco existentes** (e são muitos) **devem melhorar nos próximos meses**.

⁴ <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>

⁵ <https://braziljournal.com/opiniao-dados-melhores-ativos-que-derretem-o-que-brasilia-precisa-fazer>

Embasamos através de análises macro e microeconômicas (relacionadas às empresas), coisas que um "trader" de reversão à média já coloca em seu radar. Vivemos um *overshoot* e qualquer região normal já ficou muito para trás. A oportunidade está na compra.

De forma clara: **ciclicamente devemos estar próximos do vale, se o mesmo já não ficou para trás**. As quedas têm sido produzidas por institucionais locais que jamais gostariam de estar comprados em ações em um momento macro como o atual (sem ressentimentos com ninguém), seus horizontes de investimento, seu passivo (cotistas) e benchmark não permitem uma arbitragem de horizonte de investimento mais longa. As expressivas quedas já não têm mais relação direta com a realidade das empresas, precificação de cenários piores a frente nem *valuation*.

Um conselho aos acionistas e cotistas de longo prazo, não se preocupem com esses movimentos, olhem para frente e vejam a oportunidade e os retornos que as correções trarão quando o mercado se acalmar.

Não se consegue um ponto de entrada tão estressado como o atual com frequência. Há pelo menos 40 dias quando percebemos o descasamento do mercado e da realidade econômica das empresas, literalmente viramos uma "chave". O momento atual traz muitas oportunidades para nós e isso se reflete no esforço para trazer retorno para nossos cotistas! Aumentamos nosso leque de opções de investimento e temos uma agenda cheia para discuti-las a fundo.

Temos uma situação econômico-financeira das empresas melhor que o ambiente macroeconômico (*micro better than macro*). Nesse cenário não usual, vemos o Joule Value FIC FIA como uma excelente aposta! Essa é a expertise fundamental da gestão ativa focada no *bottom-up*, nos dados microeconômicos idiossincráticos de cada empresa, a principal fonte de alfa!

Deixando de lado a tempestade atual e **voltando à nossa base fundamentalista**, na qual temos profundo conhecimento desenvolvido ao longo de 20 anos de gestão: **estamos investidos em uma cesta de excelentes empresas que performarão muito acima do nosso PIB.**

Enquanto acompanhamos de bem perto essas "entregas", **temos uma carteira menos dependente do crescimento do nosso PIB.** Além, claro, das empresas que ganharão com a subestimada recuperação da pandemia, muitos negócios no nosso portfólio têm dinâmicas competitivas próprias e são **bastante protegidas do ambiente macro** interno como no caso de Petz, D'or, Aeris e Hidrovias do Brasil e Westwing. Em todos os casos (sem exceção) o crescimento de receitas e rentabilidade serão bem maiores que a "cesta do índice Ibovespa" e **deverão continuar performando bem 24 meses à frente.** Nossa expectativa nesse ponto é bem suportada por transformações nos negócios específicos de cada empresa. Citamos como exemplo o que deveremos ver na gestão da Fisia na Centauro (crescimento de receita e patamar de rentabilidade) e na Guararapes onde o efeito da alavancagem operacional e financeira deverá surpreender.

Dados até 17/11/2021

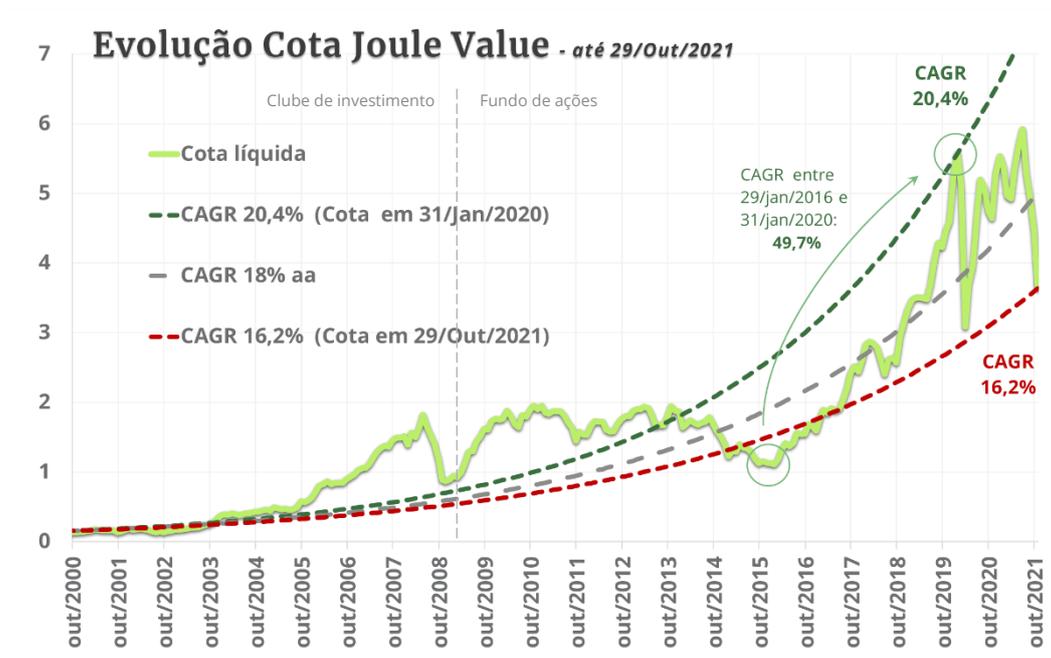
Empresa	Ticker	Evolução da Receita - Base 1 em 2018						Variação das ações	
		2018	2019	2020	2021E*	2022E**	2023E**	31Jan20 a 17Nov21	No ano de 2021
Aeris	AERI3	1,0	1,3	3,4	4,2	6,3	7,5	n.a.	-20%
Americanas	AMER3	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,6	-53%	-56%
Armac	ARML3	1,0	1,4	2,6	7,7	17,4	29,6	n.a.	n.a.
CVC	CVCB3	1,0	1,0	0,4	0,4	0,9	1,1	-54%	-23%
Even Construtora	EVEN3	1,0	1,3	1,1	1,4	1,5	1,6	-60%	-45%
Guararapes / Riachuelo	GUAR3	1,0	1,1	0,9	1,0	1,2	1,4	-60%	-25%
Hidrovias do Brasil	HBSA3	1,0	0,7	1,2	1,2	1,6	1,9	n.a.	-57%
Unidas	LCAM3	1,0	1,6	1,9	2,3	3,2	4,0	0%	-21%
Magazine Luiza	MGLU3	1,0	1,3	1,9	2,4	2,9	3,4	-33%	-63%
Petz	PETZ3	1,0	1,4	2,1	3,1	3,9	4,8	n.a.	2%
Rede D'Or	RDOR3	1,0	1,2	1,3	1,9	2,5	3,0	n.a.	-19%
Centauro	SBFG3	1,0	1,1	1,1	2,5	3,0	3,6	n.a.	-17%
Trisul	TRIS3	1,0	1,5	1,6	2,9	2,6	3,3	-63%	-53%
Via	VIIA3	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	-60%	-66%
Westwing	WEST3	1,0	1,1	2,1	4,0	5,3	6,9	n.a.	n.a.
	Média	1,0	1,2	1,6	2,5	3,7	5,0		

* Estimativa para o ano considerando os três primeiros trimestres de 2021

** Estimativa considerando histórico das empresas, projetos já contratados e "guidance" das companhias

Aproveitemos nosso "viés de posição" para olhar para o a nossa própria atividade. Nos limitando ao lado "comprado" nada nos impede de ser claros com os nossos cotistas: como investidores fundamentalistas de longo prazo, **acreditamos fortemente** que nos preços atuais os riscos de curto e médio prazo são irrelevantes para eliminar a **grande oportunidade que vivemos de assimetria entre risco e retorno** dada pelo mercado de hoje. Nosso cenário base é de que os retornos potenciais de nossa carteira possam superar mais de uma década de retornos de renda fixa a valor presente. Assim **poderemos ver fortes correções da cota de nosso fundo, sem ignorar a forte volatilidade ao longo do caminho.**

Nas circunstâncias atuais, consideramos que temos uma oportunidade clara de gerar resultados futuros acima de nosso histórico (em torno de 18% ao ano, ao longo dos últimos 20 anos) sobre a cota atual. Em condições "normais" os investidores são remunerados por retornos "C.N.T.P.", em condições atípicas o retorno marginal é, claro, muito diferente. Por mais que possa parecer óbvio, o retorno composto de um fundo como o nosso é exatamente o produto de períodos de retornos diferentes. Isso fica visível se separarmos o histórico em períodos e olharmos os retornos marginais.



*Evolução Cota Joule Value vs Retornos Anualizados (CAGR)
Dados anteriores a 15/01/2009 referem-se ao clube de investimentos*

Destacamos que não temos nenhuma intenção de prometer retornos futuros, algo que seria impossível fazer com uma estratégia “long only” como a nossa. **Os riscos existem para serem arbitrados**. Acreditamos que o nosso dever é sermos claros e transparentes sobre nossas análises e costumamos sugerir que os **investidores façam seus próprios julgamentos** ou contratem um alocador (consultor) para **decidir suas próprias alocações**.

Um comentário fora do contexto: falando em contraste, narramos acima como nossa bolsa reflete o pânico da reação do nosso mercado à pressão inflacionária e um crescimento menor. Curiosamente **o mercado de ações mais líquido do mundo convive hoje muito bem as incertezas** do surto inflacionário e menor crescimento, a “plateia” assiste o grande cabo de guerra em curso nas mãos do FED: impulsionar crescimento ou conter a inflação de curto prazo.

Alguém se atreve a ficar vendido em S&P500 para antecipar uma catástrofe à frente? Os mercados se movem como rebanhos... **Investidores preferem a inércia do fluxo a qualquer julgamento proprietário** ou individual. Parafraseando um ditado retirado do seu contexto original em um texto de Chen Zhao (chefe estrategista global do Alpine Macro): **“Bulls Make Money, Bears Make Money, Pigs Get Slaughtered”**. **É preciso coragem para ser um porco!** Adaptando à esta crítica uma colocação recente do Damodaran, muitos consideram um “crime de investimento” seguir a sua própria convicção que emana de uma análise proprietária e embasada, enquanto o mercado inteiro parece se colocar contra...

Nós na Joule não conseguimos “deixar de visitar a cena do crime”, disciplina que nos rende um CAGR de quase 20% ao ano ao longo dos últimos 20 anos. Fim.

Estamos abertos e dispostos a conversar com cada cotista e investidor que busca entender melhor nossa visão sobre o mercado e oportunidades que temos!

São Paulo, 24 de Novembro de 2021

Agradecemos a confiança!

Equipe Joule e



José Luiz Junqueira

Gestor de Renda Variável e CIO da Joule Asset Management

Joule Asset Management

Rua Iguatemi, 192, cj 163
01451-010 . Itaim Bibi . SP
T 11 3045 1647

www.jouleinvest.com.br



Joule Asset Manag.
2020

Disclaimer:

A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Todas as informações contidas nesse relatório têm caráter meramente informativo e, portanto, não devem ser consideradas ofertas de venda ou compra e cotas do fundo ou qualquer título ou valor mobiliário. A Joule Asset Management não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por operações ou decisões de investimento tomadas com base nesse material. As projeções, opiniões e valores expressos nesse relatório foram elaboradas no momento da sua publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso prévio. A Joule Asset Management não intermedia, comercializa ou distribui quaisquer quotas de clubes, fundos ou qualquer outro ativo financeiro.

Informamos que os sócios e funcionários da Joule Asset Management podem ter investimentos nos clubes e fundos administrados pela empresa.

O Joule Value FIA aplica seus recursos em ações de acordo com a legislação vigente e, portanto, está sujeito a oscilações diárias. O Fundo de Investimento poderá incorrer em rentabilidade negativa e perda do capital investido. É recomendada a leitura detalhada do Estatuto do fundo que pode ser obtido junto à administradora. O fundo está sujeito a todos os riscos das ações que compõe sua carteira. O Joule Value FIA não utiliza estratégias com derivativos e não conta com garantia da Instituição administradora, do Gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O gestor do fundo não se obriga a vender índice ou fazer qualquer tipo de operação para limitar perdas caso o mercado apresente grandes oscilações negativas.

O Estatuto do Fundo e demais informações sobre Distribuição e Administração poderão ser obtidas junto à sua Administração e Distribuidora: SINGULARE CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. Av. Brigadeiro Faria Lima, 1,355 – 3º andar – CEP: 01452-002. São Paulo – SP. Tel: +55 11 3299 2000.

Website

www.singulare.com.br - daniel@singulare.com.br