



Ó|GR ÓRAMA
GESTÃO DE
RECURSOS

Carta Mensal

Fevereiro 2022

Comentários da Gestão	2
------------------------------	----------

Money is Gold	3
----------------------	----------

Fundos de Investimento	14
-------------------------------	-----------

Comentários da Gestão

A direção dos mercados vem sendo guiada pelos desdobramentos das tensões geopolíticas no leste europeu. A restrição do comércio internacional de commodities agrícolas e energéticas, além da possível persistência de gargalos logísticos, ameaçam a efetividade do ciclo de aperto monetário, e o cenário de estagflação começa a ser considerado.

A Rússia é o terceiro maior produtor de petróleo no mundo e fornece quase 40% do gás natural consumido pela Europa. Na parte de alimentos, o país ainda é o maior exportador de trigo e o terceiro maior exportador de milho, além de ser relevante na produção de fertilizantes usados por outros países.

No mercado de ações, entendemos que a realocação de investidores que estão reduzindo a exposição ao mercado russo e querem se manter posicionados em commodities gerou um fluxo positivo para o Brasil. O país também é exportador de commodities, e acaba se beneficiando do aumento de preços.

Em nossa estratégia de renda variável, seguimos com a alocação mais defensiva, posicionados em teses com exposição a commodities, energia, bancos, saúde e *utilities*.

Na carta de fevereiro, decidimos falar sobre o ativo mais procurado em momentos de *flight to quality*: o ouro. A Rússia é responsável por aproximadamente 10% da produção do metal.

Por fim, reforçamos aqui que estamos abertos a feedbacks, críticas e elogios em nossos canais de atendimento. Esperamos que gostem.

Equipe Órama Gestão de Recursos

Money is Gold

“Money is Gold. Everything else is credit.”

J.P. Morgan, 1912.

John Pierpont Morgan foi um personagem muito importante para história do mercado e da economia americana, tendo sido responsável por emprestar ouro ao tesouro americano durante o pânico de 1893 e por intervir, junto a outros banqueiros, oferecendo como garantia dinheiro próprio no pânico de 1907. Em 1912, o banqueiro testemunhou perante o Comitê Pujo, que investigava a existência do *Money Trust*. O termo, que se tornou familiar nos anos anteriores à Primeira Guerra Mundial, era usado para se referir ao grupo de bancos que supostamente exerceria controle sobre as indústrias e a oferta de crédito.

Atuando como principal agente intermediário em muitos negócios, esses bancos ajudaram a racionalizar a indústria em grandes holdings, num período marcado pela consolidação de setores. Os bancos financiavam empresas, realizavam ofertas primárias de títulos e ações para financiar os movimentos de fusões e aquisições, e possuíam participações extensivas em Conselhos de Administração corporativos.

A criação do *Federal Reserve*, da *Federal Trade Commission* e da lei Antitruste Clayton sucedeu às investigações do *Money Trust* em Wall Street.

Embora certamente não fosse conhecido na época, o testemunho de J.P.Morgan no comitê se tornaria um dos mais famosos da história de Wall Street, em que o banqueiro, três meses antes de sua morte, explicou de forma livre e franca as técnicas, códigos, ética e moral do mercado financeiro americano do período.

“ But the basis of banking is credit. Is it not?

*JPM: Not always. That is an evidence of banking, but it is not the money itself.
Money is gold and nothing else.*

The basis of banking is credit?

JPM: Yes

*Is there any country in the world of which the outstanding obligations passing
as money are supported dollar for dollar by gold?*

JPM: It comes nearer to it in England than anywhere else.

Does it not come nearer to it here than England?

JPM: No, because you have got your greenbacks.

At any rate, it is largely credit there as it is everywhere, is it not?

JPM: Yes

A man or group of men who have the control of credit have control of money?

JPM: No sir, not in my opinion. It may be wrong, but that is my opinion.

*Money is a commodity, and you know you can control any other commodity,
but you could not control money?*

*JPM: I say you can get a combination that can control business and all that.
You can control a business, you cannot control money.*

You can control a given commodity like steel or wool?

*JPM: Take the question of food, and all that sort of thing. You could not
control that.*

I am not speaking of food.

JPM: That is a commodity.

I say there are commodities that you can control.

JPM: Yes, I suppose there are.

And it is conceivable that every commodity could be controlled, is it not?

JPM: Except money”

O banqueiro afirmou em seu testemunho que é impossível controlar a moeda, que classificou como uma commodity baseada em crédito. Morgan destacou ainda a diferença entre crédito e ouro. O metal, ao contrário do crédito, não dependia de terceiros, sendo visto como o único ativo sem risco de contraparte. Todos os outros ativos – incluindo a moeda – eram formas de crédito, essencialmente uma promessa.

Após quase 400 anos de notável estabilidade do ouro, a resultante perda de valor de diversas moedas após o fim do sistema de Bretton Woods, em 1971, criou uma competição entre o metal e moedas, e entre as próprias, para atrair a poupança global.

Com isso, o ouro passou a ser considerado como um ativo eficiente para reserva de valor com a sua demanda frequentemente associada à expectativa de inflação mais alta, menores taxas de juros e/ou momentos de incerteza macro.

Na carta deste mês, trouxemos: (i) os fatores que, na nossa visão, explicam a variação de preço do metal; (ii) a discussão acerca das afirmações de que as criptomoedas seriam uma boa substituição para o ativo; e (iii) a forma como enxergamos a participação do ativo de forma mais eficiente dentro da construção de um portfólio.

Variação no preço do Ouro

Commodities, por via de regra, não têm fluxos de caixa intermediários e suas principais características são a fungibilidade¹ e o preço, regido exclusivamente pela lei da oferta e demanda. Dessa maneira, qualquer tentativa de precificação tem que partir da avaliação do trinômio oferta, demanda e estoque. O preço das commodities termina sendo a média da percepção futura desse trinômio pelos diversos players do mercado e é afetado por qualquer notícia que mostre severo impacto em estoques, demanda ou produção.

Para entender as variações de preço do ouro é importante dividir a análise entre: (i) demanda para proteção de portfólio; e (ii) outros componentes da demanda.

1. Demanda para investimento

A relação entre o ouro e a inflação é um assunto que carrega muita divergência de opinião nas rodas de finanças. Em momentos em que há perda do poder de compra, os investidores procuram alternativas para guardar dinheiro, o que pode aumentar a procura pelo metal. Muitos defendem o papel do ouro como um hedge de inflação, enquanto outros ponderam que sua volatilidade atrapalha a proteção.

O artigo chamado *“The Golden Dilemma”* publicado em 2013 no *National Bureau of Economic Research* começa a discutir o tema trazendo o exemplo do salário de militares ingleses. Uma pesquisa demonstrou que um centurião médio romano que vivia no reinado do imperador Augusto entre os anos de 27 a.C. e 14 d.C. recebia um salário anual de 38,6 onças de ouro por ano - em torno de 77 mil dólares ou 58 mil libras em valores atuais, o que representa aproximadamente a

¹ atributo pertencente aos bens móveis que podem ser substituídos por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.

remuneração de um capitão do exército britânico, cargo semelhante nos tempos atuais. Analisando friamente, nesse caso, o ouro se provou como um excelente hedge para inflação, protegendo o poder de compra por mais de dois mil anos.

Aqui trazemos dois pontos importantes: (i) dois mil anos não é um horizonte factível de investimento para nenhum indivíduo ou instituição, tornando a análise pouco realista; e (ii) o metal apresentou maior volatilidade após o fim do padrão ouro por isso concentramos nossa análise no período posterior a essa data.

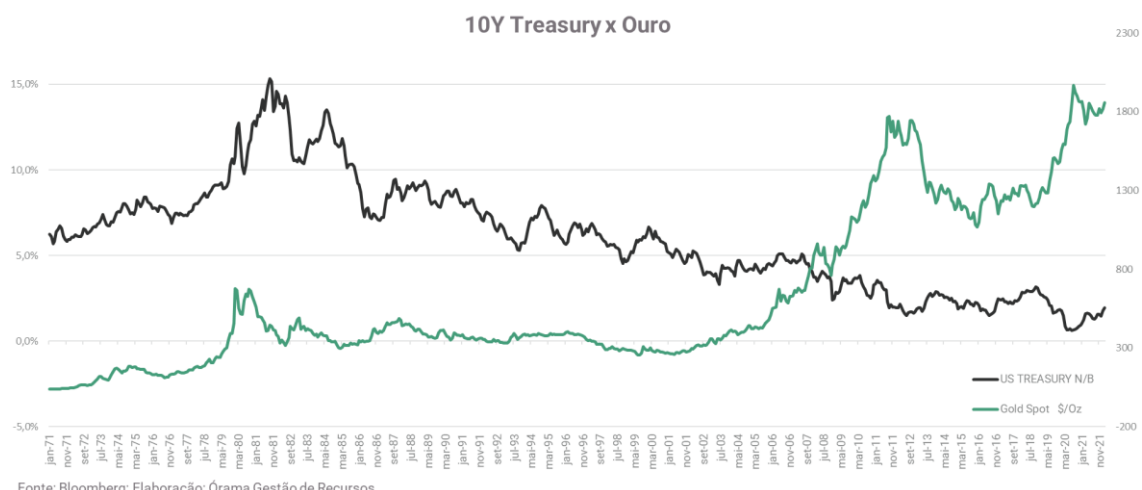
Analisando a variação dos preços do ouro corrigido pela inflação entre 1971 e 2021, podemos ver que o ouro foi um ótimo investimento, mas, nesse período, a correlação entre o metal e o CPI americano foi de apenas 0,36.



Fonte: Bloomberg ; Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

Observamos ainda que o ouro não foi uma proteção tão eficiente para períodos de 10, 20 ou 30 anos, que seriam horizontes de longo prazo mais comuns quando tratamos de investimento. Em 1975, quando a inflação chegou a 25% no ano, o preço do ouro caiu, o que também ocorreu em 1981, 1989, 1990 e em uma série de outros períodos até hoje. Simultaneamente, o custo de vida na Inglaterra, por exemplo, triplicou entre 1980 e 2005, enquanto o ouro perdeu valor. Isso ilustra a dificuldade em estimarmos alguma variação para o ouro usando somente a inflação.

Desde 1972, o metal apresentou uma correlação negativa com a trajetória das taxas de juros, principalmente as americanas, por conta de seu principal concorrente: *treasuries*. Por se tratar de um produto também conservador, em momentos de taxas mais atrativas os investidores optam por investir nos papéis.



Nos últimos 30 anos, os juros reais dos Estados Unidos apresentaram uma correlação de 0,86 com o preço do ouro, o que evidencia que a análise de ambos os fatores (juros e inflação), de forma conjunta, é mais eficiente para entender a demanda pelo ativo para investimentos.

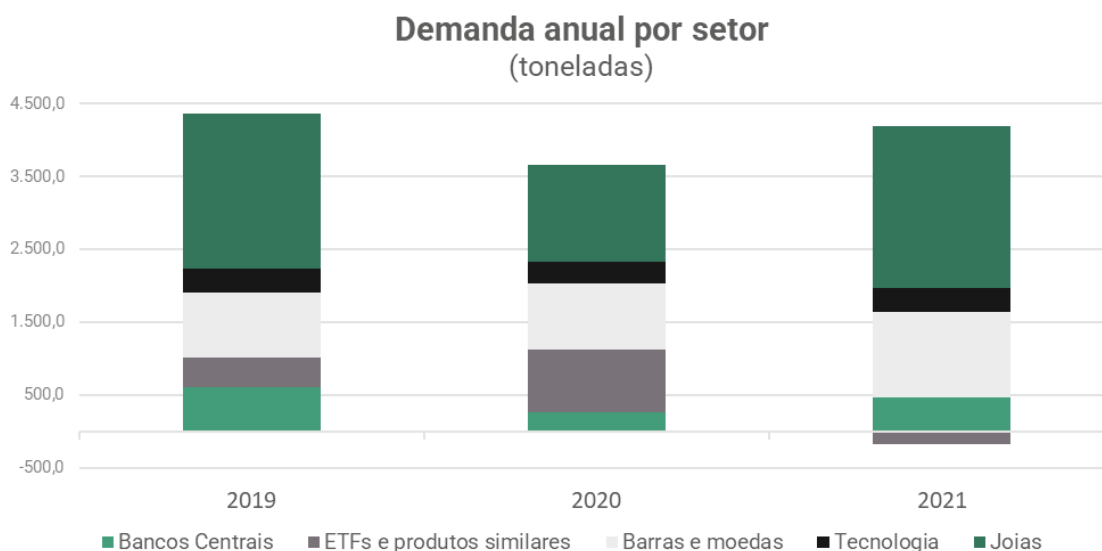
Além disso, momentos de maior incerteza, conflitos geopolíticos e crises globais, a exemplo do que vemos hoje entre Rússia e Ucrânia, percebe-se uma demanda crescente com investidores em busca de proteção.

2. Outros componentes da demanda

Associar a performance do ouro à demanda para investimento é parcialmente verdadeiro. Os movimentos mais significativos e/ou de curto prazo tendem a responder as variáveis supracitadas como inflação, juros e o *flight to quality*.

No entanto, a variação do preço do metal também está ligada a outros componentes da demanda, como o mercado de joias e tecnologia. Por mais que as movimentações mais relevantes de preço não sejam associadas a esses fatores, eles ajudam a sustentar os movimentos, provendo suporte ou limitando altas.

O mercado de joias foi responsável por 36% e 55% da demanda de ouro em 2020 e 2021, respectivamente. Observamos que dados associados ao crescimento econômico de grandes consumidores desse segmento, como a China e a Índia, costumam fortalecer o preço do metal. Para 2022, é esperado que o mercado indiano suporte positivamente o ouro, enquanto a China continua a ser uma incerteza diante do atual cenário.



Fonte: Companhias; Elaboração: Órama Gestão de Recursos.

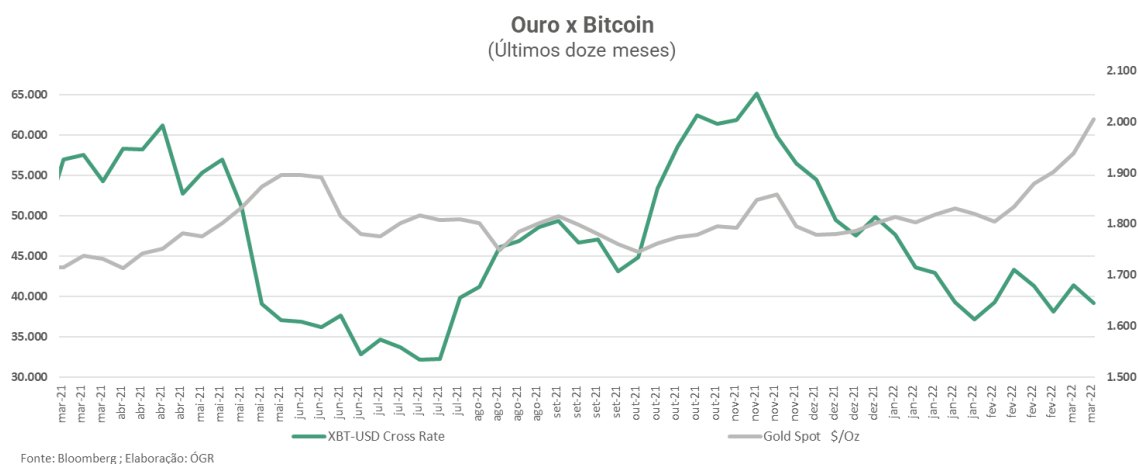
Devido à participação relevante da Austrália na produção de metais preciosos, conseguimos observar também uma correlação positiva entre o ouro e o dólar australiano.

Além da competição com *treasuries*, podemos destacar ainda mais um motivo para a correlação negativa entre o preço do ouro e do dólar americano. O metal é negociado internacionalmente em dólares americanos e, quando a moeda se fortalece, a demanda por ouro para outros segmentos pode ser afetada, ao passo que fica mais caro para compradores em outras moedas. Nesse sentido, aspectos que fortalecem a moeda americana, em geral, são negativos para a valorização do ouro.

Ouro x Bitcoin - Evolução financeira ou só outro “bicho”?

Um dos argumentos para a disseminação do Bitcoin no passado recente foi a afirmação de que a criptomoeda seria o substituto do ouro como reserva de valor. Ventilou-se, inclusive, que a concorrência do Bitcoin com o ouro teria prejudicado a apreciação do ativo ao longo do ano de 2021.

A ideia passou a ser contestada quando as criptomoedas perderam valor após ficar claro que seria necessário o aumento das taxas de juros e redução dos estímulos de liquidez no mundo por conta da escalada inflacionária. Com os temores em relação à guerra da Ucrânia, a performance dos dois ativos ficou ainda mais divergente, com o Bitcoin afundando e o preço do ouro subindo.



Existem alguns desafios para a precificação do ouro e do Bitcoin que são importantes para melhor compreensão da discussão. Grande parte do volume negociado desses ativos termina efetivamente sendo especulação ou poupança (tanto física quanto via mercado), ou seja, caso o preço suba muito o estoque supera muito a demanda o que em última instância poderia acomodar picos pontuais de preço.

Contudo, temos uma importante divergência. Como os ativos estão em momentos diferentes, grande parte da apreciação do Bitcoin se dá pelo efeito de rede alavancado pela baixa taxa de juros e liquidez abundante no mercado global dos últimos anos. Quanto mais pessoas incorporam esse ativo a seus portfólios, como explicado pela lei de Metcalfe², mais valor tem essa rede. Logo, quando a taxa de juros começa a subir e o cenário prega maior cautela por conta de riscos inflacionários e geopolíticos, a exponencial evolução dos cripto ativos como um todo sofre.

O ouro por outro lado se beneficiou não só da normalização da atividade humana - o segmento de joias apresentou crescimento de 65% em 2021 recuperando a perda do ano anterior - como também do temor inflacionário e ainda pelo fato de que, segundo o *World Gold Council*, a Rússia foi o 2º maior produtor do metal em 2020. Como antecipamos severas restrições econômicas à Rússia durante prolongado período, a oferta de ativos definitivamente será afetada, sustentando o preço do ativo.

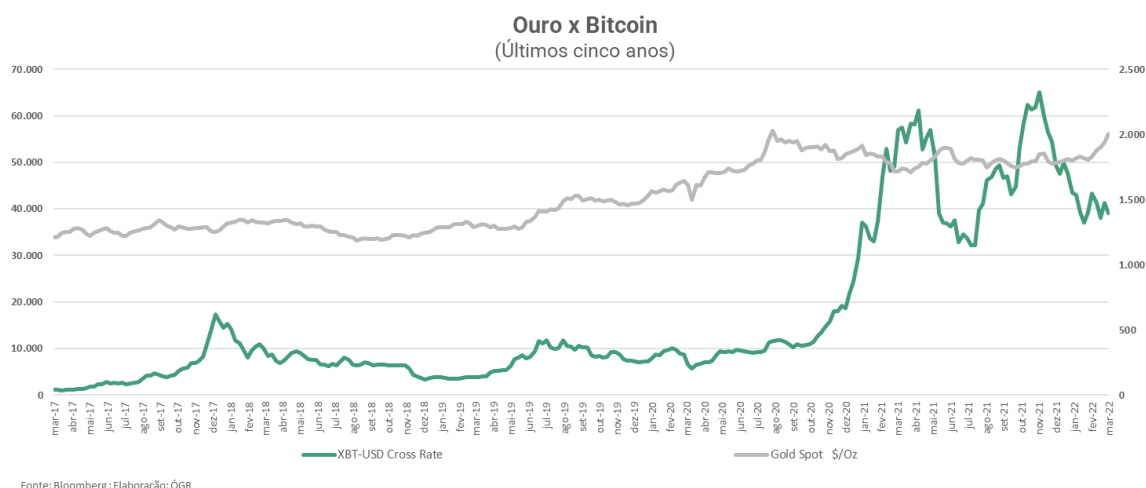
Em resumo, não conseguimos ainda atribuir ao Bitcoin as características de proteção à inflação e de “*safe haven*” que foram propagandeadas ao longo do passado recente. As evidências apontam para um ativo que oscila de acordo com

² Formulada pelo americano Robert Metcalfe, inventor do sistema Ethernet de redes locais, a lei de Metcalfe sentencia que o valor de um sistema de comunicação cresce na razão do quadrado do número de usuários do sistema.

sua dinâmica própria e que terá seus próprios catalisadores para altas ou quedas.

O ouro, por outro lado, mantém sua tendência secular de estabilidade.

O gráfico abaixo deixa essa (total) falta de correlação evidente:



O ouro como complemento de um portfólio com renda variável

A diversificação surge como uma chave para bons investimentos, e conseguimos extrair grande valor nas estratégias de alocação quando fatores de risco são combinados de forma eficiente. Como discutiremos nesta carta, não enxergamos o ouro como um *hedge* eficiente para a inflação e admitimos a dificuldade de prever a movimentação do ativo no curto prazo.

No entanto, no Brasil, o ouro funciona como um excelente *hedge* para os portfólios de *equity*. Momentos de juros baixos e aversão a risco com temor inflacionário ou incertezas globais costumam penalizar mercados acionários emergentes e fortalecer o ouro. Uma vez que o metal é negociado em dólar, quando compramos ouro no Brasil, também incluímos a volatilidade referente à paridade cambial. Combinando essa alocação dupla com investimentos em renda variável, temos uma alocação mais eficiente de capital.

Nos últimos 3 anos, uma estratégia de alocação incluindo 90% de Ibovespa e 10% do fundo Órama Ouro, que é composto pela rentabilidade do ouro e do dólar, rendeu 33,3% contra: (i) 28,7% de uma estratégia 90% Ibovespa e 10% dólar; e (ii) 25,8% de rentabilidade do índice.



Combinando o fundo Órama Ouro à nossa estratégia de renda variável ativa, temos uma rentabilidade ainda mais atrativa, com 45,2% de rentabilidade no período de janeiro de 2019 a fevereiro de 2022.

Fundos de Investimento

Fundos	Início	Rentabilidades				
		fev/22	Ano	12M	24M	Início
Órama Tático FIM Ibovespa	30/nov/11	0,84%	7,26%	2,01%	7,15%	126,38%
		0,89%	7,94%	-2,18%	7,02%	98,93%
Órama Debêntures Incentivadas FI Infraestrutura RF IMA-Geral	03/out/16	0,75%	0,53%	5,84%	11,32%	58,56%
		0,74%	0,95%	2,64%	6,34%	53,98%
Órama Multi Cred FIC FIM CP CDI	30/abr/20	0,94%	1,87%	8,00%	-	11,82%
		0,75%	1,49%	5,65%	8,15%	7,48%
Órama Corporate FIM CP CDI	28/fev/19	0,83%	1,72%	6,71%	7,86%	14,42%
		0,75%	1,49%	5,65%	8,15%	14,19%
Órama Liquidez FIRF CDI	12/ago/21	0,97%	1,82%	-	-	4,99%
		0,78%	1,52%	-	-	4,08%
Órama DI FIRF Simples LP CDI	22/dez/10	0,84%	1,64%	6,06%	8,29%	143,04%
		0,75%	1,49%	5,65%	8,15%	153,15%
Órama Inflação IPCA FIRF LP	30/nov/11	0,85%	0,85%	5,39%	10,33%	173,66%
Órama Ouro FIM	31/out/12	1,49%	-4,75%	-1,00%	27,62%	113,59%

DISCLAIMER

Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Órama"), é uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar o serviço de administração de carteira de valores mobiliários, de acordo com o Ato Declaratório no 11.666, de 10 de maio de 2011. As informações aqui contidas são de caráter informativo, bem como não se trata de qualquer tipo de análise ou aconselhamento para a realização de investimento, não devendo ser utilizadas com esses propósitos, nem entendidas como tais. A Órama não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Os investimentos em fundos estão sujeitos a riscos específicos de mercado. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DOS FUNDOS ANTES DE INVESTIR.



Praia de Botafogo, 228 – 18º andar - Botafogo, Rio de Janeiro – RJ

CEP: 22451-041 | orama.com.br

Atendimento: 0800 728 0880 | +55 (21) 3797 8000

Ouvidoria: 0800 724 0193