



**Ó|GR** ÓRAMA  
GESTÃO DE  
RECURSOS

**Carta Mensal**

Janeiro 2022

**Comentários da Gestão** 2

---

**De olho na renda fixa** 3

---

**Fundos de Investimento** 11

---

## Comentários da Gestão

O ano de 2022 já começou agitado com um aumento expressivo no número de casos da Covid-19 em função da Ômicron. A nova variante, apesar de mais transmissível, - o que fomentou a rápida escalada dos casos mundialmente - tem se mostrado menos letal. As campanhas de vacinação continuam a avançar, e os países passam a adotar restrições mais rígidas aos que não possuem esquema vacinal completo para alavancar os índices.

Nos EUA, o FED já mostra uma mudança de posicionamento deixando de lado o discurso de transitoriedade e iniciando a discussão de medidas de controle firme da inflação. A combinação de expectativa de aumento de juros nos EUA e o cenário nebuloso para a condução da política fiscal no Brasil vêm pressionando o juro real. No mercado de renda fixa local observamos uma abertura de 40 *basis points* por toda a curva de juros.

Como discutimos nos últimos meses, a perspectiva mais desafiadora no mercado americano levou a uma busca por diversificação em mercados emergentes, o que beneficia a bolsa brasileira. O Ibovespa fechou o segundo mês de alta sustentada pelo fluxo de entrada de recursos estrangeiros, ao passo que seguimos observando saída de locais com fluxo de resgates ainda alto nos fundos de ações e multimercados brasileiros.

Na primeira carta do ano de 2022, discutimos sobre o mercado de renda fixa e infraestrutura, aproveitando o momento propício com a alta da Selic.

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**

## De olho na renda fixa

***“Capital efficiently and frequently flows between bonds and stocks. It pays to keep an eye on yields offered by these markets.”***

### **Naved Abdali**

O ano de 2021 foi marcado por um salto na inflação. O IPCA encerrou o exercício a 10,06%. Dentre os componentes da cesta do IPCA, destaque para a alta no transporte, movido pelos reajustes sucessivos dos preços de combustível, e habitação, impactada pela crise hídrica e a consequente necessidade de fontes mais caras de geração de energia.

A projeção para o IPCA de 2022, de acordo com o Focus do Banco Central, continua se afastando do teto da meta. A estimativa divulgada no último boletim de janeiro foi de 5,38%. A inflação implícita, extraída via DAP<sup>1</sup>, está em 5,16% para 2022 e 5,11% para 2023, acima do teto da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) de 5,00%. Na tentativa de conter essa alta inflacionária, o Banco Central, por meio de um aperto da política monetária, seguiu com o movimento de escalada da taxa básica de juros. Nesse cenário, o mercado de ações tende a sofrer e é natural vermos a participação relativa da renda fixa nas carteiras voltando a subir. Papéis atrelados à inflação estão hoje entre a preferência de muitos investidores, que visam preservar seu poder de compra. Não à toa, o patrimônio líquido

<sup>1</sup> Futuro de Cupom de IPCA - ativo que tem como objetivo proteger o investidor das flutuações que acontecem na taxa de juros real.

nessa classe passou de R\$2,2 trilhões para R\$2,6 trilhões entre janeiro de 2021 e 2022, chegando a 59%, segundo a Anbima.

Dito isso e, dentro das nossas próprias estratégias e expectativas para 2022, decidimos trazer na primeira carta do ano um panorama geral do universo da renda fixa, em especial das debêntures incentivadas, entrando mais especificamente no histórico do mercado de infraestrutura.

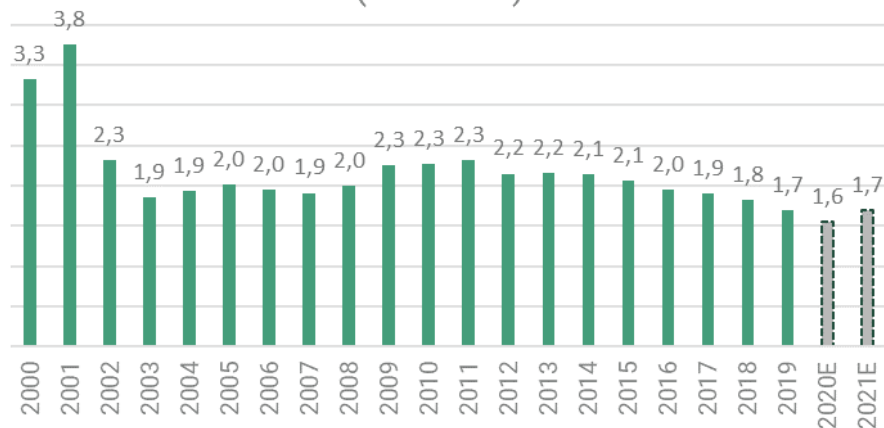
## **Infraestrutura**

O investimento em infraestrutura é condição primordial tanto em termos de crescimento econômico, como para ganhos sustentados de competitividade. O setor de infraestrutura é considerado uma das principais fraquezas da economia no Brasil. Ainda sofremos com questões que deveriam ser prioritárias, como a falta de portos, aeroportos e rodovias de qualidade e, até mesmo, de saneamento básico e energia elétrica em muitas regiões. Embora promissor, o setor enfrenta dificuldades burocráticas, falta de incentivo e de segurança jurídica, que justificam o atraso e a falta de planejamento estratégico.

O investimento em infraestrutura sempre esteve muito aquém do necessário para o desenvolvimento. Essa dificuldade está diretamente relacionada à fragilidade do Estado, que afeta tanto o volume quanto a qualidade dos investimentos público e privado no setor. O investimento público dá de encontro com a restrição fiscal que opera desde o final da década de 1970. Existem restrições nas contas públicas que impõem um teto aos investimentos totais da União, somadas a outras despesas priorizadas e ao encolhimento na execução dos gastos não obrigatórios – como é o caso

da infraestrutura. Nesse sentido, o envolvimento complementar do setor privado se torna imprescindível.

### Brasil: Investimento em infraestrutura (% do PIB)



Fonte: Infra2038, Pezco Economics; Elaboração: ÓGR

O Projeto Infra2038, movimento iniciado em 2017, visa promover concessões e parcerias público-privadas por meio da conexão entre governos e investidores no desenvolvimento de infraestrutura urbana e social. Junto à consultoria Pezco Economics, o projeto estudou a evolução dos investimentos em infraestrutura de 2000 até 2019 e projetou o que esperam para 2020 e 2021. O investimento em 2020 caiu para um nível mais baixo por conta da pandemia, mas a recuperação é esperada de forma rápida, em função do andamento de novos leilões e intensificação de investimentos em ferrovias, telecomunicações e saneamento. O primeiro, junto ao rodoviário, tem como principal frente de avanço o setor privado. O setor de saneamento, por sua vez, é a grande estrela da vez e já conta com um fluxo grande de leilões e estudos em andamento.

O Infra2038 carrega esse nome pelo objetivo de colocar o Brasil entre os 20 primeiros países no pilar de infra até 2038 no ranking de competitividade do Fórum Econômico Mundial, com o desafio de realizar a conexão entre as métricas propostas por eles com o desenho de propostas de política pública para a infraestrutura. Nesse sentido, usam como métrica o Global Competitiveness Index (GCI), índice que mede a competitividade de acordo com o conjunto de instituições, políticas e fatores que determinam o nível de produtividade de um país. De acordo com a edição de 2019 do índice, os principais desafios do país estão no campo da logística pesada, perdas de eletricidade e confiabilidade em saneamento. O aspecto mais marcante é a eficiência do transporte marítimo, em que o score é tão baixo que não chegamos sequer à marca de um desvio padrão abaixo da média mundial (nota 3,23 para o Brasil vs. 4,03 da média mundial).

É importante salientar que os investimentos em setores de infraestrutura tendem a ser de magnitude considerável, longa duração e, na maioria dos casos, intensivos em capital e compostos por ativos duráveis, caracterizados por retornos crescentes de escala, barreiras de entrada e competição limitada no mercado. O resultado disso é uma forte demanda por regulação e interação com o Estado. A entrada de agentes investidores em infraestrutura depende da ação do Estado, especificamente das agências reguladoras como âncoras de estabilidade e de segurança, competência e transparência, ditando o quadro legal e regulatório - instrumento fundamental para a destinação de recursos ao setor. O Brasil, por sua vez, está um passo atrás, devido à pouca segurança jurídica que o investidor privado encontra aqui.



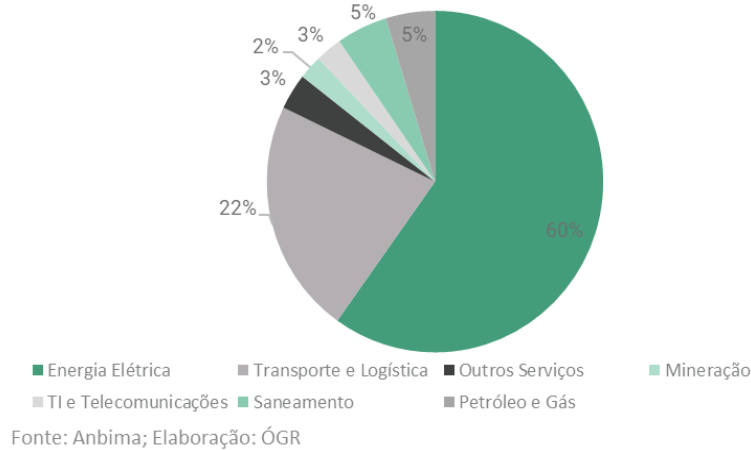
## **O investimento em Infraestrutura no Brasil**

Visando fomentar os investimentos e incrementar as ofertas públicas de títulos de renda fixa no mercado de capitais brasileiro, o governo sancionou, em junho de 2011, a Lei 12.431, que deu nome às debêntures incentivadas. A Lei veio com o intuito de aumentar a participação do setor privado no financiamento de projetos de longo prazo de infraestrutura no país, em um momento em que o Brasil apresentava boas perspectivas de crescimento. Até então, os projetos desse tipo eram majoritariamente financiados pelo governo e pelo BNDES, e a pela criação de uma nova estrutura de complementar de financiamento de projetos era cada vez mais demandada. O ponto focal da Lei foi a incidência especial de imposto de renda para debêntures emitidas como incentivo à expansão da infraestrutura no país. Assim, o governo isenta o investidor pessoa física de pagar imposto de renda sobre os lucros auferidos com os investimentos no título . E como os investimentos em infraestrutura são caracterizados por uma duração mais longa, a Lei exige que o prazo ponderado mínimo de vencimento desses papéis seja superior a 4 anos.

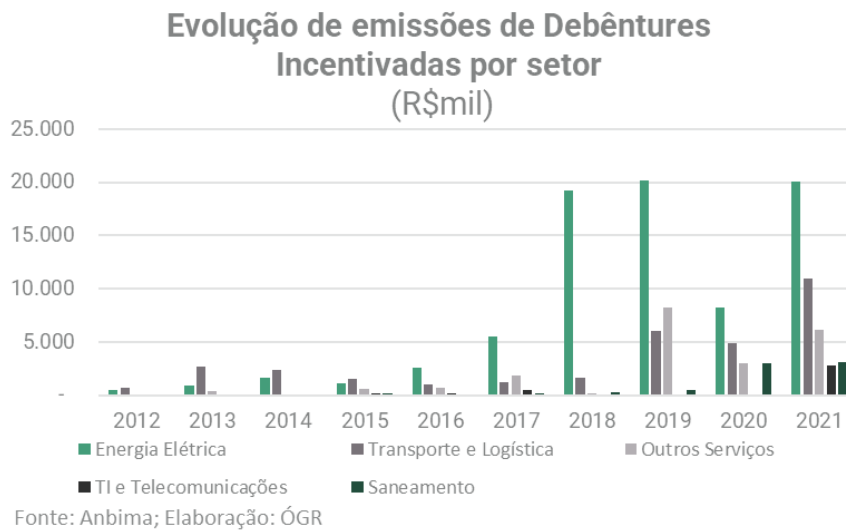
O governo uniu o fato de o mercado de capitais estar passando por um crescimento na época e de os investidores estarem buscando novas formas de investimento em mercados regulamentados. Trouxe também algum tipo de segurança jurídica ao investidor em relação às fronteiras e regras sobre a destinação e enquadramento dos recursos exclusivamente para os projetos de investimento em infraestrutura, mostrando resultados consideráveis nesses últimos 10 anos. Os recursos têm sido notórios, somando cerca de R\$150 bilhões em quase 500 emissões.



**Emissões de debêntures 12.431**  
(2012-2021)



O governo seguiu com avanços relacionados ao financiamento de projetos, a fim de deixar o investimento em infraestrutura mais atrativo. É o exemplo do Decreto 10.387, assinado em 2020, que deu prioridade e maior rapidez a projetos de infraestrutura que atendessem aos requisitos ASG (ambiental, social e de governança). Em seguida, veio o Marco do Saneamento, que trouxe maior segurança jurídica ao setor de saneamento básico, que historicamente carece de investimentos. O Marco propôs metas diretas de universalização dos serviços e uma regulação mais centralizada dentro de todo o território nacional, buscando destravar investimentos públicos e privados no setor. Ao facilitar a entrada de recursos privados, via leilões de concessão e parcerias público-privadas, além do estímulo à privatização, a regulação iniciou um novo momento para o saneamento, que já mostra um efeito nos fluxos de investimento e uma forte expectativa de aumento no número de novas emissões.



## Panorama do mercado de debêntures incentivadas

Temos visto recentemente um mercado com bastante demanda por ativos de renda fixa, principalmente nos ativos mais curtos, com prazo médio ponderado de vencimento de até 3 anos.

Em 2019, observamos uma compressão geral dos spreads ocasionado pela alta demanda por fundos de investimento de renda fixa, que mostravam rentabilidades passadas expressivas após o movimento de queda nos juros básicos. Esse movimento sofreu um ajuste técnico, e, rapidamente, os spreads foram corrigidos na segunda metade do ano. Com o início da crise da Covid em 2020, viu-se uma rápida redução e briga por liquidez, o que gerou um novo aumento dos spreads.

Desde então, o prêmio de risco tem reduzido. E agora, em 2022, apesar da menor inclinação, essa queda continua. No entanto, alguns fatores nos levam a crer que o movimento terá uma dinâmica diferente do que vimos anteriormente. Dentre eles, destacamos 3:

### 1) O Formato da curva de Juros:

Hoje temos uma curva longa flat, isto é, sem prêmio adicional por duration. A taxa dos títulos curtos está próxima à taxa dos mais

longos, fazendo com que estes percam atratividade. Assim, o mercado busca maior alocação nos títulos mais curtos.

## **2) Oferta e Demanda:**

Hoje, há uma escassez de títulos curtos no mercado secundário (única possibilidade de negociação, dado que as novas emissões têm duration mínima de 4 anos). Dado que há pouco interesse em títulos longos com a curva flat, a demanda por títulos com duration mais curta se intensifica. Assim, por questão de estratégia, é natural vermos menos players interessados em vender tais títulos, o que torna as taxas médias negociadas ainda mais comprimidas.

## **3) Ambiente macroeconômico atrativo para os investidores:**

O cenário estrutural de juros mais altos torna o investimento em renda fixa mais competitivo em relação ao mercado acionário. Assim, boa parte dos recursos migra para essa classe, seja investindo em fundos de investimentos ou ativos diretamente. Isso aumenta a demanda dos fundos por títulos, o que derruba os spreads. No entanto, esse fluxo tem sido gradual, e o mercado está mais maduro e diligente com os investimentos, o que nos indica uma dinâmica estrutural e não um movimento de curtíssimo prazo com fundamento fraco.

Com isso, percebemos um movimento estrutural de juro nominal maior, com spreads se comprimindo. Esse cenário demanda atenção nas alocações, uma vez que o spread de crédito representa justamente o prêmio de risco exigido para cada investimento. A escolha de ativos com boa relação de risco versus retorno faz parte do dia a dia da equipe de gestão, que busca sempre encontrar as melhores assimetrias, independente do cenário.

No cenário atual, temos encontrado boas oportunidades principalmente no setor de saneamento. Além das perspectivas dentro do setor e as novas emissões que devem seguir no *pipe*, temos conseguido entrar em operações com spreads relevantes e ótima relação risco versus retorno, o que nos dá segurança para começar mais um ano eleitoral no Brasil.

## Fundos de Investimento

		jan/22	Ano	12M	24M	Início
<b>Órama Tático FIM</b>	30/nov/11	6,37%	6,37%	-1,96%	-2,30%	124,51%
Ibovespa		6,98%	6,98%	-2,54%	-1,42%	97,18%
<b>Órama Dêbentures Incentivadas FI Infraestrutura RF</b>	03/out/16	-0,22%	-0,22%	4,11%	11,06%	57,38%
IMA-Geral		0,21%	0,21%	1,42%	5,98%	52,85%
<b>Órama Multi Cred FIC FIM CP</b>	30/abr/20	0,92%	0,92%	7,31%	-	10,78%
CDI		0,73%	0,73%	5,00%	7,66%	6,68%
<b>Órama Corporate FIM CP</b>	28/fev/19	0,89%	0,89%	5,97%	7,32%	13,48%
CDI		0,73%	0,73%	5,00%	7,66%	13,34%
<b>Órama DI FIRF Simples LP</b>	22/dez/10	0,79%	0,79%	5,25%	7,69%	141,01%
CDI		0,73%	4,39%	4,39%	7,24%	150,31%
<b>Órama Inflação IPCA FIRF LP</b>	30/nov/11	0,00%	0,00%	3,32%	10,01%	171,35%
<b>Órama Ouro FIM</b>	31/out/12	-6,15%	-6,15%	-7,72%	31,77%	110,46%

### 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](http://orama.com.br)

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

Ouvidoria: 0800 724 0193