



The Weekly Globe

14

out/25



Tempo
de leitura
7 min

O que explica a atual **valorização** do ouro?



Victor Camacho
Estrategista

victor.camacho-correa@itau-unibanco.com.br



Resumo

O ouro já acumula uma valorização superior a 55% no ano e segue renovando máximas históricas, mesmo descontada a inflação. Diante disso, cada vez mais investidores estão se perguntando: o que explica esse movimento? Neste artigo, investigamos quais são as variáveis que costumam influenciar o preço do ouro e o que podemos extrair da análise do mercado da commodity no atual ciclo de alta.

Com um desempenho extraordinário nos últimos meses, o ouro superou recentemente o patamar de US\$ 4 mil por onça, sua máxima histórica, mesmo ajustando seu valor pela inflação. No ano, o ativo entrega retorno superior a 55%, enquanto o S&P500, principal índice da bolsa americana – e sinônimo de boa performance nos últimos anos –, avança 13%. O desempenho excepcional tem, naturalmente, gerado maior interesse em investidores.

Preço do Ouro (US\$ por onça)



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

Ao longo do tempo, algumas altas do ouro ganharam notoriedade, e estiveram ligadas a eventos importantes. No entanto, as altas mais relevantes, e sustentadas, estiveram associadas a uma confluência de fatores pressionando pela apreciação da commodity. No fim da década de 1970, por exemplo, os preços do ouro aceleraram, em um contexto de tensão geopolítica, choques de petróleo, inflação elevada e dólar perdendo valor. Já na segunda metade da década de 2000, os preços foram impulsionados pelo ciclo global de commodities e a Grande Crise Financeira nos EUA, além da criação do primeiro ETF de ouro, que ampliou o acesso para fins de investimento.

No “boom” atual, tem sido levantada a ideia de que diferentes fatores estariam levando a uma maior busca por diversificação, especialmente frente ao dólar, mas também frente às demais moedas tradicionais, que estariam sob risco de erosão, ou “*debasement*”, como tem sido chamada a tese. Exploreemos, portanto, as variáveis que afetam o ouro, o mercado da commodity e a tese sugerida acima.

O que diz a academia

Como mencionado, buscar associar o movimento do ouro a uma única variável é um trabalho árduo, e provavelmente pouco efetivo. Estudos acadêmicos apontam para uma vasta gama de variáveis influenciando a performance do ativo, com seus efeitos resumidos na tabela abaixo.

Variáveis	Correlação / Efeito
Inflação e expectativas	Positiva: ouro tende a subir sob risco de maior inflação poder erodir retornos
Juros nominais e reais	Negativa: juros mais altos aumentam o custo de oportunidade de reter ouro
Direção do dólar	Negativa: quando dólar cai vs. outras moedas o ouro fica mais barato para estrangeiros
Preço das commodities	Positiva: via custos ou proxy para choques
Liquidez global	Positiva: ouro tende a se beneficiar de momentos de maior liquidez
Riscos geopolíticos	Positiva: deterioração geopolítica costuma aumentar demanda por ouro
Demanda de bancos centrais	Positiva: elevam demanda agregada visando aumento de reservas
Restrições de oferta / custos produção	Positiva: maiores custos ou limitações de oferta implicam em aumento de preço

Fonte: Academia e Itaú Private Bank

Diversas variáveis da tabela podem ser identificadas não apenas nos “booms” da década de 1970 e 2000, mas também na conjuntura atual. O cenário global hoje reúne risco inflacionário, bancos centrais cortando juros, dólar enfraquecendo e elevado nível de liquidez. Somam-se, ainda, as questões geopolíticas presentes em diversas regiões, além da sólida demanda de bancos centrais, que discutiremos à frente.

A análise teórica, portanto, de fato sugere um ambiente favorável à apreciação do ouro. Mas esse cenário já foi verdade em momentos em que a commodity não avançou. Cabe, então, uma análise do mercado de ouro, buscando identificar quais agentes tem liderado o interesse recente.

O que dizem os dados: oferta

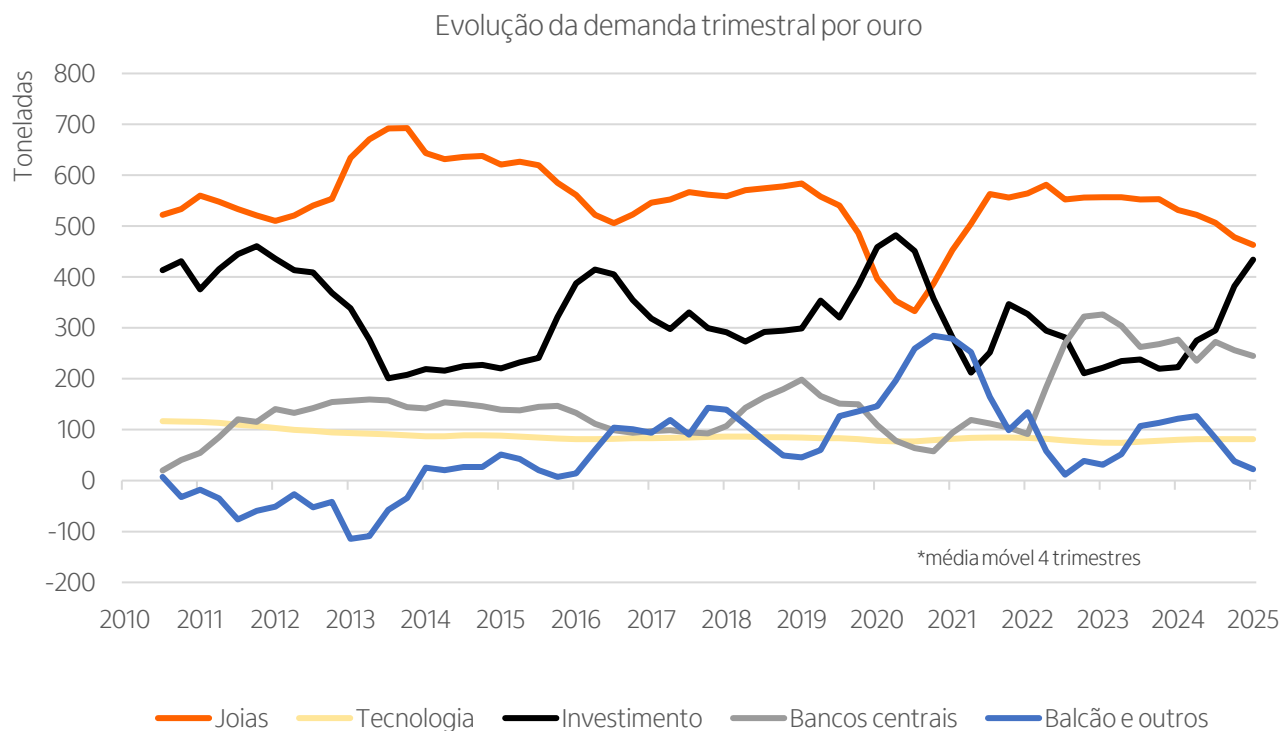
Como é de se esperar, o ouro também é diretamente influenciado pela relação entre oferta e demanda. No entanto, diferentemente de outras commodities, ele apresenta uma oferta mais estável, e pouco sensível ao nível de preço. Ou seja, o aumento que vimos recentemente, não gera esforço por um acréscimo relevante de oferta.

Talvez a principal explicação para esta dinâmica seja o longo ciclo de retorno. O processo de encontro de uma jazida, obtenção de licenças, financiamento e construção da infraestrutura necessária pode superar uma década. Assim, o nível de preço pode ser muito diferente entre a primeira e a última etapa.

Com isso, a oferta de ouro proveniente da mineração, que segundo dados do World Gold Council (WGC) corresponde a 75% do total, tem se mostrado relativamente estável, enquanto a parcela referente ao ouro reciclado, esta sim, apresenta maior sensibilidade a preços.

O que dizem os dados: demanda

Pelo lado da demanda, podemos identificar uma maior diversidade. Da fabricação de joias à participação em componentes eletrônicos, o ouro possui distintas finalidades. Novamente recorrendo aos dados fornecidos pelo WGC, a demanda por ouro é dividida em cinco grandes grupos: fabricação de joias, investimento (em ouro físico ou ativos financeiros), tecnologia, bancos centrais e balcão.



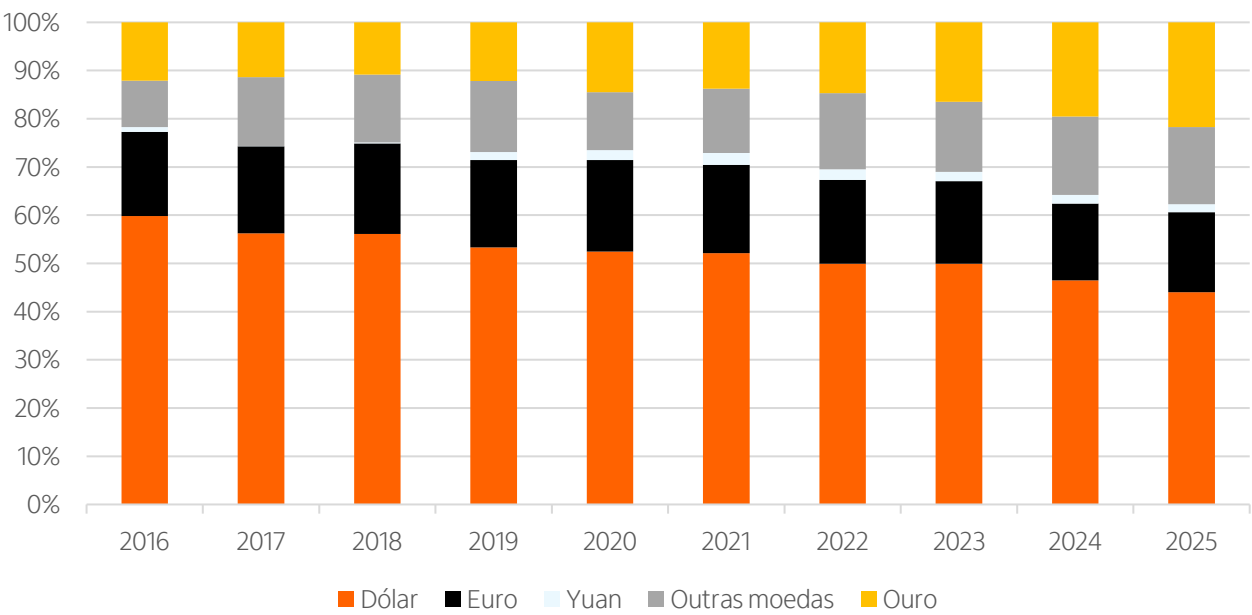
Fonte: WGC e Itaú Private Bank

Focando nas três principais categorias, a maior parcela é referente à **fabricação de joias**, na qual Índia e China representam mais de 60% da demanda. Ainda que não apresente grande volatilidade, tendo sido a principal parcela em quase todo o horizonte avaliado, essa parcela é a que apresenta maior sensibilidade a preços, recuando nos últimos quatro episódios de alta mais sustentada da cotação.

Na sequência, temos a parcela destinada a **investimentos**, que possui duas subcategorias: (i) o componente de barras e moedas, que é bastante estável; e (ii) o referente a ETFs, que apresenta maior volatilidade. Uma aceleração sustentada do segundo costuma estar associada a momentos de alta do preço do ouro, tal qual visto nos últimos meses, mas vale destacar que, a esta altura, tanto o fluxo quanto o estoque de ETFs já se aproximam dos picos da série histórica. Caso esse movimento reflita uma busca por diversificação das moedas tradicionais, no entanto, poderia ter maior duração do que em episódios anteriores.

A parcela referente às **compras por bancos centrais** também é de grande importância, ainda que esteja basicamente no mesmo nível durante o atual ciclo de alta dos preços. Pouco antes disso, porém, houve uma mudança de patamar de compras, em um movimento de aumento de participação de ouro nas reservas. A commodity, inclusive, superou recentemente o euro, e se tornou a segunda maior parcela na composição global.

Composição das reservas globais



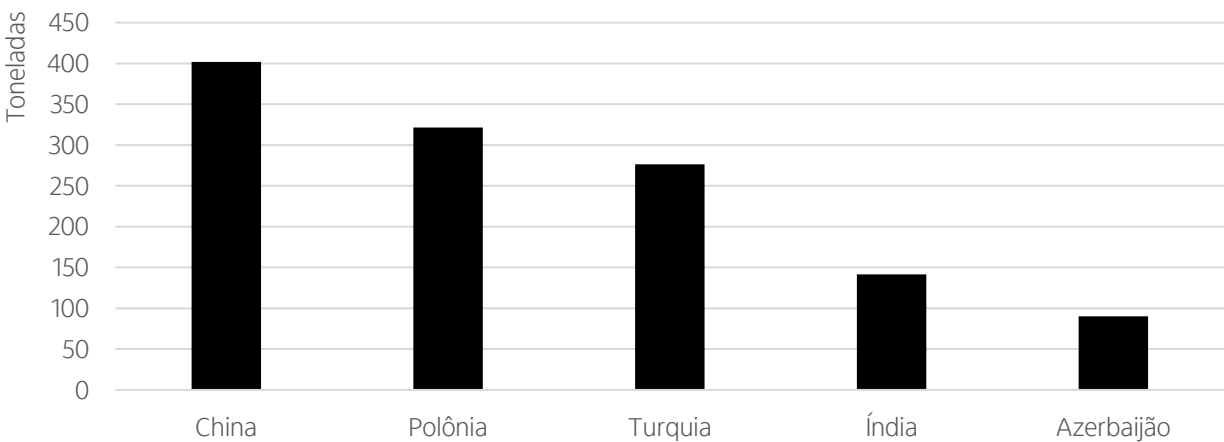
Fonte: FMI, WGC e Itaú Private Bank

O maior apetite por parte de bancos centrais é de grande importância por seu ritmo resiliente de compras, além da aparente baixa sensibilidade a preços. Na teoria, temos a mesma oferta disponível no mercado, mas, na prática, é como se os BCs enxugassem o mercado, potencializando o efeito de um aumento marginal de demanda.

A pesquisa anual realizada pelo WGC com 73 bancos centrais sugere que o movimento deve continuar, com 43% (vs. apenas 9% em 2019) dos participantes afirmando que suas reservas em ouro devem seguir aumentando. Dentre os motivos que mais cresceram nos últimos anos, destacam-se instabilidade geopolítica, conflitos comerciais e polarização global.

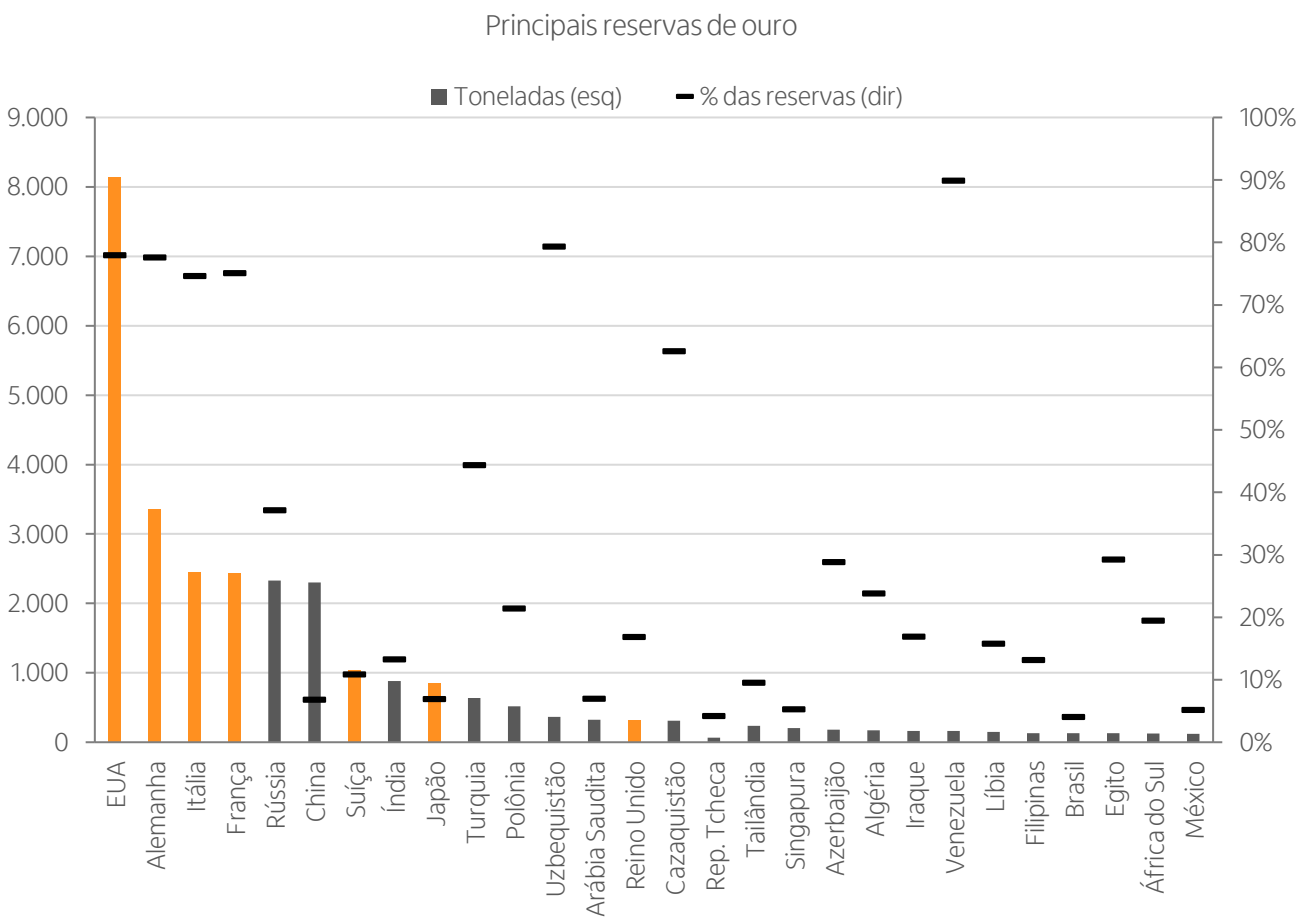
A quebra de compras por país mostra uma tendência dominada por economias emergentes, e que ganhou vigor em 2022 – ano da invasão da Rússia à Ucrânia e posterior congelamento das reservas russas. Ou seja, há diversos elementos que apontam na direção de uma diversificação, ou diminuição de vulnerabilidade ao dólar, por parte de economias em desenvolvimento.

Principais compradores de ouro desde 2022



Fonte: FMI, WGC e Itaú Private Bank

Quando comparados aos desenvolvidos, países emergentes estão ainda pouco expostos ao ouro. Enquanto alguns desenvolvidos se encontram na faixa de 80% de ouro nas reservas, os emergentes estão muito mais dispersos. Supondo um cenário onde emergentes buscam levar a participação de ouro para a casa dos 30%, o atual ritmo de compras deveria ser mantido por alguns anos.



Fonte: FMI e Itaú Private Bank

Portanto, pela ótica da demanda, também parece haver um movimento de diversificação, tanto a nível de investimento, via ETFs, quanto pelos bancos centrais. A demanda de BCs parece algo estrutural, que poderia ser mais sustentado, enquanto a demanda de investimentos segue em alta, mas por sua maior sensibilidade a preços, poderia perder vigor à frente.

Em suma, os dados colhidos apontam da direção da tese de diversificação de moedas tradicionais, reduzindo a exposição relativa ao dólar, mas sem aumentar concentração em outras moedas. De certa forma, o ouro pode estar sendo interpretado como uma moeda na conjuntura atual.

Do ponto de vista teórico, de fato parece um contexto propício ao movimento, com a maioria das variáveis apontando para um ambiente favorável ao ouro. Explorando os motores recentes de demanda, há indícios de que o movimento dos BCs possa ser mais estrutural. Já o componente de ETFs, ainda não mostra sinais de enfraquecimento, mas, dada a maior sensibilidade a preços, pode apresentar alguma desaceleração à frente.

Principais conclusões

- Em meio ao retorno extraordinário nos últimos meses, o ouro segue renovando máximas históricas e tem atraído maior interesse de investidores.
- Do ponto de vista teórico, a maioria das variáveis que influenciam o ouro apontam para um ambiente atual favorável à commodity.
- Pelo lado da demanda, o movimento tem sido puxado pelo componente de investimentos, mas em contexto de elevado patamar de compras por bancos centrais.
- Há indícios de que o movimento dos BCs possa ser mais estrutural, enquanto o de investimentos ainda não mostrou sinais de enfraquecimento, mas tende a ser mais sensível ao patamar de preços.

Veja também



Como e por que usar o mercado secundário para acessar private equity

 [acessar relatório](#)



O que os ciclos monetários nos dizem sobre a renda fixa no Brasil?

 [acessar relatório](#)



Por que aumentamos (de novo) a alocação em bolsas de mercados emergentes?

 [acessar relatório](#)

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Acesse o Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.