

Ouro: Here Comes the Sun ¹

Ouro com espaço para valorização moderada no médio-longo prazo:

- Incerteza fiscal e política nos EUA
- Política monetária expansionista do Fed → continuaria a fraqueza do dólar
- Desdolarização: os principais bancos centrais do mundo diversificam suas reservas e aumentam a exposição ao ouro

A tendência continua

Há um ano, em nosso addendum *Gold on the Ceiling*, destacamos a sólida recuperação do ouro, que era negociado a cerca de US\$ 2.900 por onça. Desde então, o impulso não parou: o metal subiu mais de 50% desde outubro de 2024 e cerca de 60% no acumulado do ano, ultrapassando US\$ 4.000/onça (segundo a LBMA)² e marcando novos máximos históricos constantemente (Gráfico 1). Impulsionado por uma demanda crescente provocada pela incerteza fiscal e geopolítica, pelo ciclo expansionista renovado do Fed e pela demanda persistente dos bancos centrais, o ouro mantém seu brilho.

Mesmo em um cenário incerto, o metal oferece certeza com condições alinhadas para seu avanço. A incerteza fiscal e política nos Estados Unidos deteriora a confiança no dólar como ativo de refúgio, em meio a um déficit estrutural crescente, tensões recorrentes no Congresso e ao recente *shutdown* do governo — o mais longo da história —, que reacendeu as dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal.

Paralelamente, a reconfiguração da ordem geopolítica global e a busca por refúgio levaram a um ajuste mais profundo nas reservas internacionais, com bancos centrais fora dos EUA reduzindo de forma sustentada sua exposição tanto ao dólar quanto as treasuries americanas. Esse processo tornou-se especialmente evidente nos últimos anos, a ponto de essas instituições já possuírem maiores participações em metais preciosos do que em treasuries americanas (Gráfico 2), refletindo uma mudança estrutural na composição das reservas e reforçando o papel estratégico do ouro no sistema financeiro internacional.

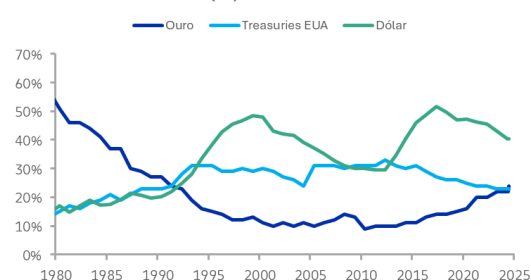
Por sua vez, a China tem sido protagonista nesse processo, liderando a acumulação global de ouro como parte de sua estratégia de diversificação de reservas e redução da dependência do dólar.

Gráfico 1: Preço do ouro
LBMA | USD/oz



Fonte: Bloomberg, dados em 13 de novembro de 2025

Gráfico 2: Bancos centrais ex-EUA em
postura anti-dólar
Reservas (%) de bancos centrais



Fonte: Crescat Capital LLC

1. "Here Comes the Sun", música dos Beatles
2. London Bullion Market Association

Desde a crise do subprime de 2007-2008, registrou-se um aumento nas reservas de ouro do Banco Central chinês (Gráfico 3), refletindo uma estratégia de acumulação diante da incerteza global. No entanto, a partir de 2015, a China começou gradualmente a reduzir sua exposição à dívida do governo dos EUA, enquanto intensificava a compra de ouro, tendência que se acentuou após o início da guerra comercial com os EUA em 2018. O fato mais recente — a invasão russa à Ucrânia em 2022 e o congelamento das reservas internacionais da Rússia — aprofundou ainda mais os aumentos no preço do ouro e nas reservas chinesas, enquanto as participações chinesas em treasuries americanas continuaram caindo fortemente, consolidando o processo de desdolarização dos ativos da autoridade monetária do gigante asiático.

A esta recuperação soma-se, como apoio, a política monetária expansionista do Fed. Após nove meses sem alterações, a entidade monetária reduziu a taxa de juros em setembro, marcando o início de um novo ciclo expansionista. A mudança de tom de Jerome Powell em Jackson Hole foi o ponto de inflexão: desde essa conferência (23 de agosto), o ouro disparou mais de 20%, refletindo a reação imediata do mercado diante da expectativa de taxas mais baixas e um dólar mais fraco. Apesar do recente *corte hawkish* da reunião de outubro — onde, embora o Fed tenha reduzido a taxa em linha com o esperado, a mensagem de Powell transmitiu um tom mais cauteloso do que o previsto para dezembro —, o mercado mantém a expectativa de 2 a 3 cortes para 2026. Essas projeções continuam a dar suporte ao ouro, em um contexto de taxas reais baixas e uma política monetária que, apesar do tom cauteloso, continua se perfilando para uma postura mais flexível em 2026.

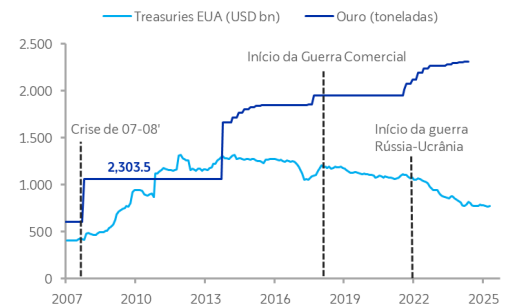
Oferta rígida, o outro lado da história

Embora a narrativa recente tenha se concentrado na demanda, a dinâmica da oferta também é fundamental. Embora o preço do ouro tenha mais que dobrado desde 2018, a produção global permaneceu praticamente estagnada — tanto na mineração primária quanto na reciclagem —, refletindo as limitações estruturais do setor. Ao contrário de outras *commodities*, quase todo o ouro extraído continua existindo, de modo que o estoque mundial é praticamente fixo e a nova produção representa apenas um volume marginal.

Esse caráter limitado implica que pequenas mudanças na demanda geram fortes variações de preço, amplificando os movimentos do mercado. Embora os custos de produção estejam em torno de US\$ 2.000/oz e o preço se aproxime de US\$ 4.000/oz, a resposta da oferta tem sido nula: o desenvolvimento de novos projetos de mineração pode levar de 6 a 9 anos, o que atrasa qualquer aumento na produção. Em outras palavras, a escassez estrutural da oferta — combinada com grandes compradores, como bancos centrais, investidores institucionais e detentores estrangeiros que diversificam fora do dólar — tornou o ouro um ativo cada vez mais sensível a choques de demanda.

Gráfico 3: Do dólar ao ouro

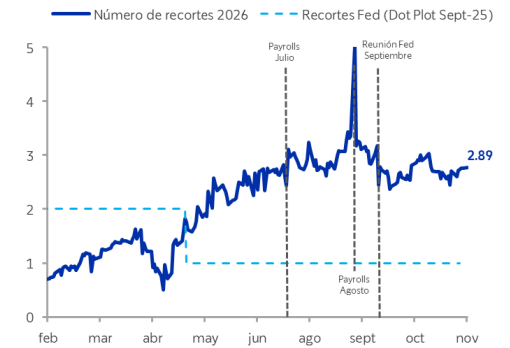
Reservas Chinesas



Fonte: World Gold Council, Departamento do Tesouro dos EUA

Gráfico 4: Expectativas de cortes

Número de cortes esperados 2026 | WIRP



Fonte: Bloomberg, dados em 17 de novembro de 2025

Com espaço para mais

Apesar de seu impressionante desempenho no acumulado do ano, o ouro ainda mostra espaço para continuar avançando. Em termos relativos, seu preço em relação ao S&P 500 continua abaixo da média das últimas duas décadas, o que indica que o metal continua sendo negociado com desconto em relação às sempre procuradas ações americanas (Gráfico 5).

Além disso, destaca-se seu papel como *hedge* em um momento em que se avalia uma possível correção no preço das ações nos EUA, reforçando sua atratividade como refúgio e reserva de valor em um ambiente de maior incerteza macroeconômica e geopolítica.

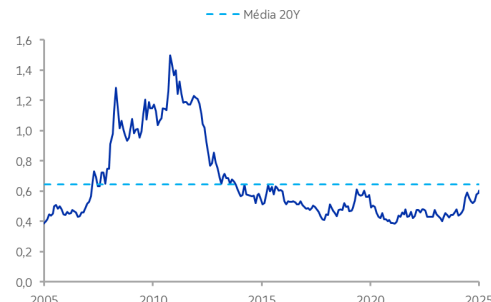
Do lado dos fluxos, os principais ETFs lastreados em ouro registram entradas sustentadas tanto no acumulado do ano quanto no último mês, com a maioria acumulando retornos próximos a 50% em 2025 (Gráfico 6). Essa força é acompanhada por uma demanda persistente por parte dos bancos centrais, cujas compras aceleraram ~28% em relação ao trimestre anterior, reforçando o apetite firme por exposição direta ao metal.

Rally ou bolha?

Embora o sólido desempenho do ouro possa gerar dúvidas sobre uma possível sobrevalorização, o consenso do mercado vê espaço para que o metal avance, estimando que o preço possa atingir níveis próximos a US\$ 4.900-5.000 por onça durante o próximo ano. A oferta ainda limitada e os fluxos persistentes de investidores de varejo, bancos centrais e investidores institucionais sugerem uma demanda mais estrutural que sustenta parte do movimento recente. E embora seja difícil repetir os ganhos deste ano, o panorama ainda deixa margem para uma valorização adicional moderada, mesmo que o mercado adote um tom um pouco mais cauteloso daqui para frente.

Gráfico 5: Ouro físico ainda com desconto frente a ações dos EUA

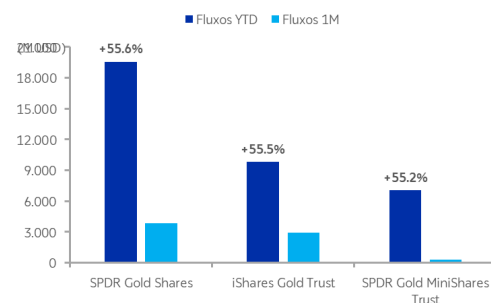
Relação entre o preço do ouro e o S&P 500



Fonte: Bloomberg, dados em 13 de novembro de 2025

Gráfico 6: Inflows em ETFs de ouro físico

Fluxos | Retornos (%)



Fonte: Bloomberg, dados em 17 de novembro de 2025

As opiniões contidas neste relatório não devem ser consideradas como uma oferta ou solicitação de compra ou venda, subscrição ou resgate, contribuição ou retirada de qualquer tipo de valor mobiliário, mas são publicadas com fins meramente informativos para nossos clientes. As projeções e estimativas apresentadas foram elaboradas por nossa equipe de trabalho, com base nas melhores ferramentas disponíveis, no entanto, isso não garante que elas se concretizem. As informações contidas neste relatório não correspondem a objetivos de investimento específicos, situação financeira ou necessidades particulares de nenhum destinatário do mesmo. Antes de realizar qualquer transação de valores, os investidores devem se informar sobre as condições da operação, bem como sobre os direitos, riscos e responsabilidades implícitos nela, pelo que as sociedades da Vinci Compass e/ou pessoas relacionadas ("Vinci Compass") não assumem qualquer responsabilidade, direta ou indireta, derivada do uso das opiniões contidas neste relatório. Qualquer opinião expressa neste material está sujeita a alterações sem aviso prévio da Compass, que não assume a obrigação de atualizar as informações nele contidas. A Vinci Compass, suas pessoas relacionadas, executivos ou outros funcionários podem fazer comentários de mercado, orais ou escritos, ou transações que reflitam uma opinião diferente daquelas expressas neste relatório.