

Carta Mensal

Julho 2026

“O primeiro remédio milagroso de uma nação mal administrada é a inflação da moeda; o segundo é a guerra. Ambos trazem prosperidade temporária; ambos trazem ruína permanente.”

- Ernest Hemingway,
Notes on the Next War (1935)

A conta sempre chega

Esta carta tem um objetivo declarado e uma ambição discreta. O objetivo: apresentar dois papers recentes que, lidos em conjunto, dão sustentação acadêmica a uma tese que defendemos na TAG há muitos anos. A ambição: mostrar que essa tese não é birra de gestor conservador, mas sim uma cadeia causal com defasagens medidas e coeficientes estimados. **A cadeia é simples de enunciar: países fiscalmente irresponsáveis financiam seus déficits, mais cedo ou mais tarde, por meio da expansão monetária; a expansão monetária vira inflação, com atraso conhecido; a inflação corrói o poder de compra; e, por isso, o ativo adequado para preservar patrimônio e planejar aposentadoria no Brasil é o indexado ao IPCA, não ao CDI.** Quatro elos. Os dois papers soldam os dois elos centrais. O nosso trabalho nesta carta é soldar as pontas.

A gráfica trabalha, o relógio anda

O primeiro paper é “*An Asymmetric Weighted Moving Average for Monetary Aggregates: Evidence from the United States and Brazil*” (traduzindo: Uma Média Móvel Ponderada Assimétrica para Agregados Monetários: Evidências dos Estados Unidos e do Brasil), de João Paulo Mayall e Gerson de Souza Júnior (maio de 2026). O título assusta, mas a pergunta que ele responde é das mais antigas da economia: quanto tempo leva para a impressão de moeda virar inflação?

A principal contribuição metodológica do estudo é a criação de um filtro de média móvel assimétrica, que atribui maior peso ao passado do que ao futuro — cerca de 87% da ponderação recai sobre observações históricas. A lógica por trás dessa abordagem reflete uma evidência empírica amplamente documentada: a moeda recém-criada não produz efeitos imediatos na economia real. Há um intervalo entre sua emissão e sua efetiva circulação por meio do crédito, dos investimentos, do consumo e, finalmente, dos preços. Mas, para o investidor, mais importante do que a sofisticação metodológica são os resultados, e eles são bastante expressivos.

Primeiro resultado: a correlação contemporânea entre crescimento da moeda e inflação é próxima de zero ou negativa (no Brasil, -0,22). Aí mora a piada pronta de quem decretou a morte do monetarismo: no mês em que a moeda cresce, a inflação não aparece, logo a moeda não importa. Quando os autores introduzem defasagens, o quadro vira de cabeça para baixo. Nos EUA, o M2 e o Divisia M4* (medida de oferta monetária mais sofisticada do que os agregados monetários tradicionais - M1, M2, M3 e M4, que atribui pesos diferentes para cada componente monetário,

de acordo com sua capacidade de ser utilizado como meio de pagamento) mostram correlação de 0,43 a 0,46 com os índices de preços, com pico entre 21 e 26 meses à frente. No Brasil, o agregado de moeda imediata (M1 mais poupança) tem correlação de 0,44 com o IPCA, com defasagem de 15 meses. **Resumindo: A gráfica imprime hoje; o supermercado remarca em ano e meio.**

Medida/Agregado	O que inclui
M1	Papel-moeda + conta corrente
M2	M1 + poupança e depósitos remunerados
M3	M2 + fundos de renda fixa
M4	M3 + títulos públicos
Divisia M4	M4 ponderado pela liquidez de cada componente

Segundo resultado: nos EUA, entre 1959 e 2026, o M2 cresceu em média 6,82% ao ano e o CPI subiu 3,74% ao ano. O hiato de aproximadamente 3 pontos foi absorvido por produtividade e globalização, mas também escorreu para onde o CPI (índice de preços ao consumidor) não mede: o preço dos ativos, via o velho efeito Cantillon (o dinheiro novo enriquece primeiro quem o recebe primeiro). No Brasil, desde 2002, o M2 cresceu em média 14,09% ao ano, contra um IPCA médio de 6,42%. Nosso agregado monetário roda a dois dígitos há mais de duas décadas. **Alguém realmente acredita que a inflação brasileira é uma sucessão de azares climáticos?**

O porto seguro que alaga

O segundo paper é “Repensando o ativo sem risco: uma visão brasileira”, de Eduardo Marinho e Ruy Ribeiro (ambos do Insper e da Atlantiqis Consulting) e Artur Wichmann (CIO da XP Inc.), de junho de 2026. A pergunta também é clássica: o CDI é mesmo o ativo livre de risco do investidor brasileiro?

A resposta teórica vem de Merton e de Campbell e Viceira: **o ativo livre de risco não é uma categoria universal, é função do passivo de cada investidor.** Quem tem objetivos reais futuros (aposentadoria, educação dos filhos, padrão de vida) deveria medir risco em poder de compra, não em volatilidade de tela. **Nessa métrica, o CDI carrega um risco enorme e silencioso: o de reinvestir todo dia a uma taxa real futura desconhecida, sem nenhuma proteção contratual contra a inflação.**

A evidência empírica é constrangedora para o CDI. Em 2020 e 2021, seu retorno real foi de -1,73% e -5,37%. Entre janeiro de 2019 e janeiro de 2023, o retorno nominal de aproximadamente 27% foi quase todo devorado pela inflação: quatro anos parado no lugar, no exato momento em que o investidor mais buscava abrigo. **Na amostra de 2010 a 2026, o IMA-B 5 entregou retorno real médio de 5,02% ao ano contra 3,59% do CDI em janelas de um ano, e o risco dos indexados despenca conforme o horizonte aumenta, graças à reversão à média e à previsibilidade dos retornos reais que os autores documentam. Nos EUA, o quadro é pior: as T-bills, prima americana do CDI, tiveram retorno real médio negativo entre 2006 e 2026.**

O exercício mais elegante do paper é o da faculdade. Uma investidora precisa pagar a faculdade do filho dali a cinco anos. Imunizada com NTN-B Principal de prazo casado, ela acerta o alvo em todos os cenários simulados, por construção. No CDI, ela erra na maioria deles, com buracos que chegam a R\$ 252 mil. Para quem tem um passivo real, o CDI não é porto seguro: é mar aberto com fachada de marina.

E o seguro está caro? Em março de 2026, a inflação implícita de 5 anos na curva estava em 5,62%, contra 3,69% da mediana do Focus para o mesmo período: um prêmio de 1,93% pago por quem carrega o título nominal, ou embolsado por quem se protege. E os autores mostram que, *ex post*, pagar esse pedágio tem sido sistematicamente vantajoso, **porque a inflação realizada insiste em vir acima das expectativas**. Quando o seguro devolve mais do que custa, a seguradora está dizendo algo sobre o bairro em que você mora.

Soldando as pontas

Agora juntemos os elos. Por que a moeda cresce a 14% ao ano num país cujo PIB rasteja a 2%? Porque alguém precisa financiar um Estado com déficit nominal na casa de 8,5% do PIB, dívida que saiu de 50% para cerca de 85% do PIB desde 2013 e mais de 90% da despesa obrigatória crescendo 5 a 6% reais ao ano, como descrevemos na carta de fevereiro. Sargent e Wallace chamaram isso, em 1981, de aritmética monetarista desagradável: **quando o fiscal manda, o monetário obedece, hoje ou amanhã.**

O déficit de hoje é a expansão monetária de amanhã, e a expansão monetária de amanhã, agora sabemos com cronômetro, é o IPCA de 15 meses depois. Note a ironia da posição do investidor de CDI: ele empresta dinheiro, overnight, exatamente para o devedor que controla a impressora e a taxa que remunera o empréstimo. Em estados fiscais adversos (repressão financeira, dominância fiscal, bancos centrais fazendo *look through* de choques de oferta), esse devedor tem incentivo e instrumentos para entregar juro real baixo justamente quando a proteção mais importa.

A pandemia foi o ensaio geral. A NTN-B devolve o risco para o emissor: se a inflação vier, ele paga. **Por isso insistimos que a discussão IPCA versus CDI não é uma discussão de indexador; é uma discussão sobre quem fica com a conta do pecado fiscal.**

Para aposentadoria, o argumento dispensa regressão. O patrimônio de quem se aposenta em 2045 não compete com o CDI de 2026; compete com o custo de vida de 2045. Não por acaso, Merton ajudou o Tesouro Nacional a desenhar o instrumento exato para esse problema, o Tesouro RendA+ (e o Educa+ para educação), títulos que pagam renda mensal corrigida pelo IPCA a partir da data escolhida. **O Brasil, traumatizado por décadas de desordem monetária, construiu o melhor mercado de títulos indexados do mundo emergente. Seria uma pena usá-lo menos do que os estrangeiros o admiram.**

CDI / Selic		IMAB5 / NTN-B	
Função	Gestão tática de caixa e liquidez operacional.	Função	Preservação patrimonial e geração de renda real.
Passivo Casado	Desembolsos imediatos e obrigações nominais.	Passivo Casado	Aposentadoria, educação, sucessão (consumo futuro).
Risco Principal	Risco de reinvestimento (taxa real futura incerta).	Risco Principal	Volatilidade de marcação a mercado no curto prazo.

O ativo livre de risco não é universal; ele é uma função direta do passivo específico do investidor.

Mercados e Investimentos

A leitura prática o leitor já conhece das nossas cartas anteriores: seguimos com sobrepeso em NTN-Bs, em especial as curtas, nas carteiras. A combinação atual é rara: juro real na casa de 7,5% a 8% na curva, inflação implícita próxima de 6%, expectativas desancoradas, ano eleitoral com pressão óbvia por gasto e um choque de petróleo atravessando a economia.

O investidor está sendo pago, como poucas vezes na história, para fazer a coisa certa. E o paper de Marinho, Ribeiro e Wichmann acrescenta um bônus: **o própria yield real elevada é, na amostra, o melhor preditor de retornos altos à frente nos indexados.**

Não defendemos zerar o CDI. Para a liquidez operacional, para o caixa tático que espera oportunidades e para o investidor cuja riqueza excede em muito suas necessidades futuras, o pós-fixado cumpre bem o papel, e os próprios autores reconhecem esse caso. **O que não faz sentido é o caixa tático se passar por plano de aposentadoria.**

Hemingway avisou na epígrafe: a inflação é o primeiro remédio do mau gestor, e a ruína que ela traz é permanente. Mas a ruína de uns é o cupom de outros. **Um país que insiste no pecado fiscal condena a própria moeda a valer menos; o investidor não vota no Copom nem no orçamento, mas escolhe de que lado dessa transferência quer estar. Keynes dizia que no longo prazo estamos todos mortos. Entre hoje e lá, porém, há décadas de contas de supermercado, mensalidades escolares e planos de saúde, todas reajustadas em IPCA e nenhuma em CDI. O ativo livre de risco é aquele que paga essas contas. O resto é liquidez com marketing.**

Mudanças nos Bancos Centrais

- Warsh chegou com um recado claro, inflação é uma escolha e a escolha dele é estabilidade de preços. Ao contrário da expectativa do mercado, um cara dovish querendo cortar seguindo ordens do chefe. Talvez Trump tenha percebido que inflação tira votos e novembro tem eleição
- Warsh parece comprometido a tirar qualquer dúvida do mercado com ele. Ele irá guiar muito pouco o mercado, o que por si só trará mais volatilidade em juros e moedas. O mercado precifica 2 altas até meados do ano que vem.
- Do nosso lado, vamos seguindo o roteiro da dominância fiscal: primeiro você explode os gastos e imprime dinheiro, depois vem a inflação, você sobe os juros para combater a inflação, a dor do remédio fica insuportável, você deixa de tomar a medicação e entramos em uma espiral de desvalorização cambial, curva empinada, mais impostos e controles cambiais. Essa é a receita clara e cristalina, exibida no programa do atual governo. Isso, ao mesmo tempo em que Lula abre vantagem e, se as eleições fossem hoje, seria favorito.
- De positivo, o acordo (temporário) de paz entre US e Irã, trazendo alguma distensão no preço de petróleo e derivados. cremos que o acordo dura até as eleições, Trump vai entregar a bolsa e as calças ao Irã desde que isso não atrapalhe as eleições.

Mercados:

- Moedas, indubitavelmente é dólar forte, em especial contra o BRL;
- Juros, nos EUA uma curva “flatando” (BC trabalhando) e no Brasil uma curva empinada (BC político e preguiçoso);
- Bolsas, aqui um cenário pior pela perspectiva de Lula 4, juros longos elevados e moeda se desvalorizando. Nos US segue o jogo, AI CAPEX forte, guerra por ora não atrapalha e o que pode ser um vento de frente e se (e quanto) o FED irá subir juros.

Em resumo, se a geopolítica melhorou, o monetário piorou.

Os mercados não operam em um ambiente determinístico, mas probabilístico. Assim, o exercício de análise não consiste em prever exatamente o que acontecerá, e sim em avaliar cenários, estimar possíveis resultados (outcomes) e atribuir probabilidades a cada um deles.

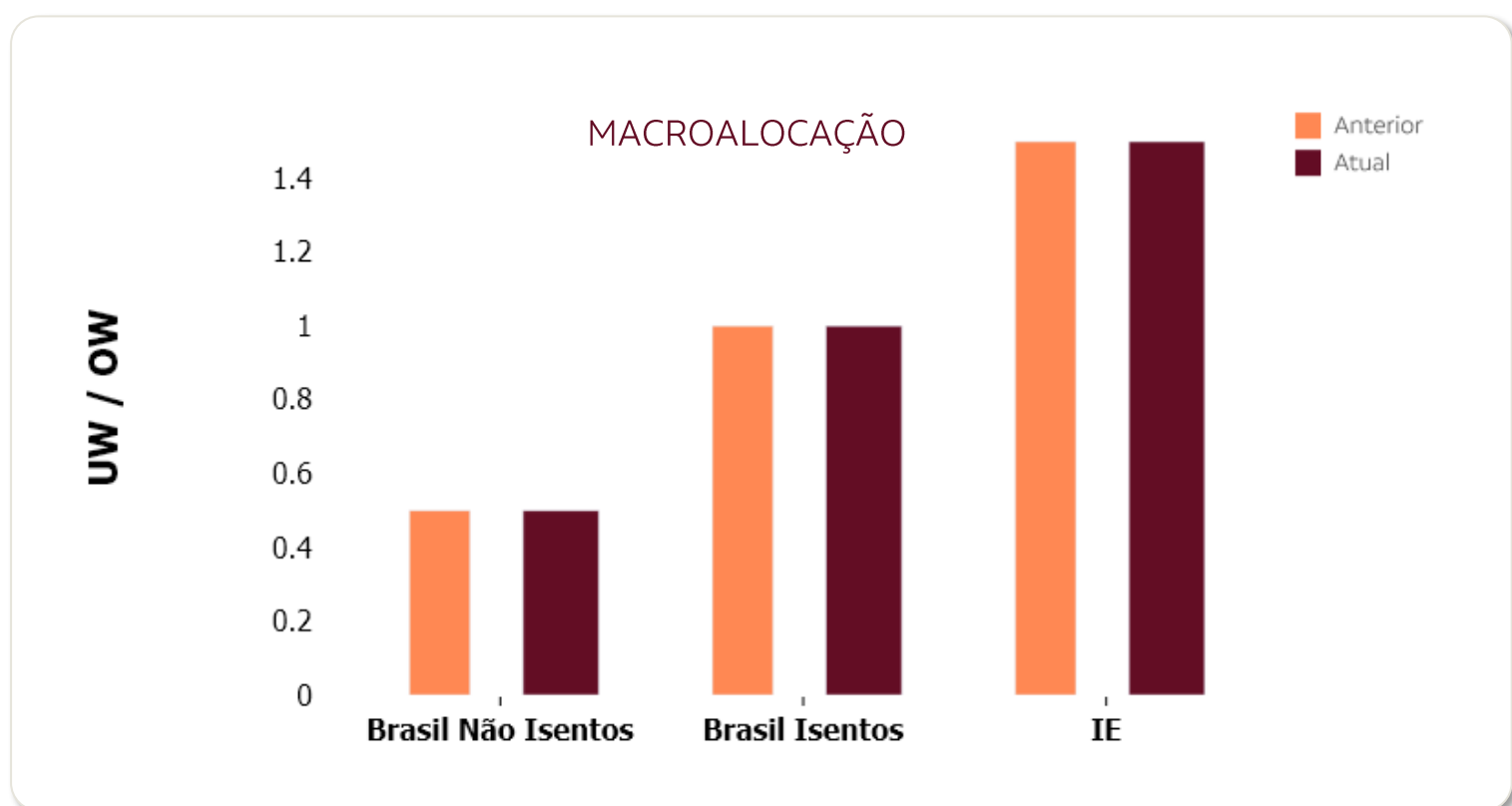
Seria imprudente ignorar a possibilidade de um eventual quarto mandato de Lula. Mais do que um cenário possível, ele se torna progressivamente mais provável a cada erro estratégico da oposição.

Independentemente de preferências políticas, investidores precisam trabalhar com probabilidades, e não com convicções. Mudanças no cenário eleitoral têm potencial para impactar a dinâmica dos ativos brasileiros, a relação entre exposição local e internacional, a composição entre real e dólar, além do planejamento patrimonial e fiscal de longo prazo.

Em um mundo marcado por incertezas, o maior risco não é estar errado sobre um cenário específico, mas deixar de considerar cenários relevantes. É justamente por isso que o acompanhamento próximo dos mercados, da política, da economia e das suas interações se torna cada vez mais importante.

Navegar esse ambiente exige disciplina, atualização constante e a capacidade de revisar premissas à medida que novas informações surgem. Mais do que buscar previsões, o investidor precisa estar preparado para diferentes desfechos, e contar com gestores que vivem esse processo diariamente, monitorando riscos, oportunidades e mudanças de cenário para ajustar portfólios de forma consistente ao longo do tempo.

Termômetro de Alocação



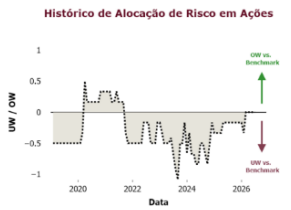
O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e LCAs, entre outros), ativos brasileiros não-isentos, e ativos de Investimento no Exterior.

ALOCÇÃO ESTRATÉGICA

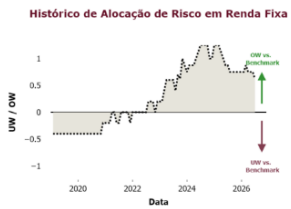
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO
DE RISCO

AÇÕES



RENTA FIXA



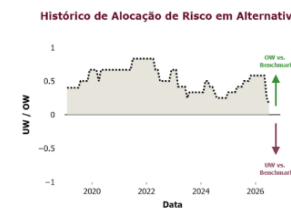
CRÉDITO



FX



ALTERNATIVOS



Glossário

Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas TAG sobre uma certa classe de ativos e suas componentes. Em nossa construção de cenário, dividimos o universo em 5 classes: Ações, Juros, Crédito, FX (ie. Moedas/Câmbio e Ouro), e Alternativos (ie. Ilíquidos, Imobiliário, e outros).

Dentro de cada classe, vamos além, e segmentamos o universo TAG em um segundo nível.

- Para Ações, temos 5 países/regiões: Brasil, Estados Unidos, Europa, China, e Países Emergentes (ie. ex-China e ex-Brasil).
- Para "Ações", onde antes tínhamos 5 países/regiões discriminados - "Brasil", "Estados Unidos", "Europa", "China", e "Países Emergentes" (ie. ex-China e ex-Brasil) - hoje, temos "Brasil", "DMs" (ie. Developed Markets, que contempla as nossas perspectivas para os EUA e Europa, entre outros países desenvolvidos), e "EMs (ex-Brasil)" (ie. Emerging Markets, que reflete a nossa visão sobre países em desenvolvimento como China e outros, exceto Brasil).
- Em "Renda Fixa" - a popular classe de Juros - nos guiamos por ativos "Pós" e "Pré" (ie. ativos Brasil pós-fixados e pré-fixados), além de títulos atrelados ao IPCA, e "Global Soberanos" (ie. renda fixa e títulos de dívida soberana ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: ativos brasileiros High Grade e High Yield, ativos globais Investment Grade e High Yield (ie. onde o foco são os papéis de regiões desenvolvidas, os DMs), e os "Global EMs (ex-Brasil)" (ie. ativos de Crédito de países emergentes).
- Em FX, pontuamos as nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas. Onde antes discriminamos essas perspectivas como Dólar, Euro, Ouro, e Real, hoje resolvemos pontuar os pares que olhamos diretamente de forma explícita: "USD/DXY" (ie. a DXY é uma cesta de moedas globais, na qual balizamos as nossas perspectivas para o Dólar), "USD/EUR", "BRL/USD", "Ouro/USD".



TAG

INVESTIMENTOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.