

Carta Mensal

Agosto 2026

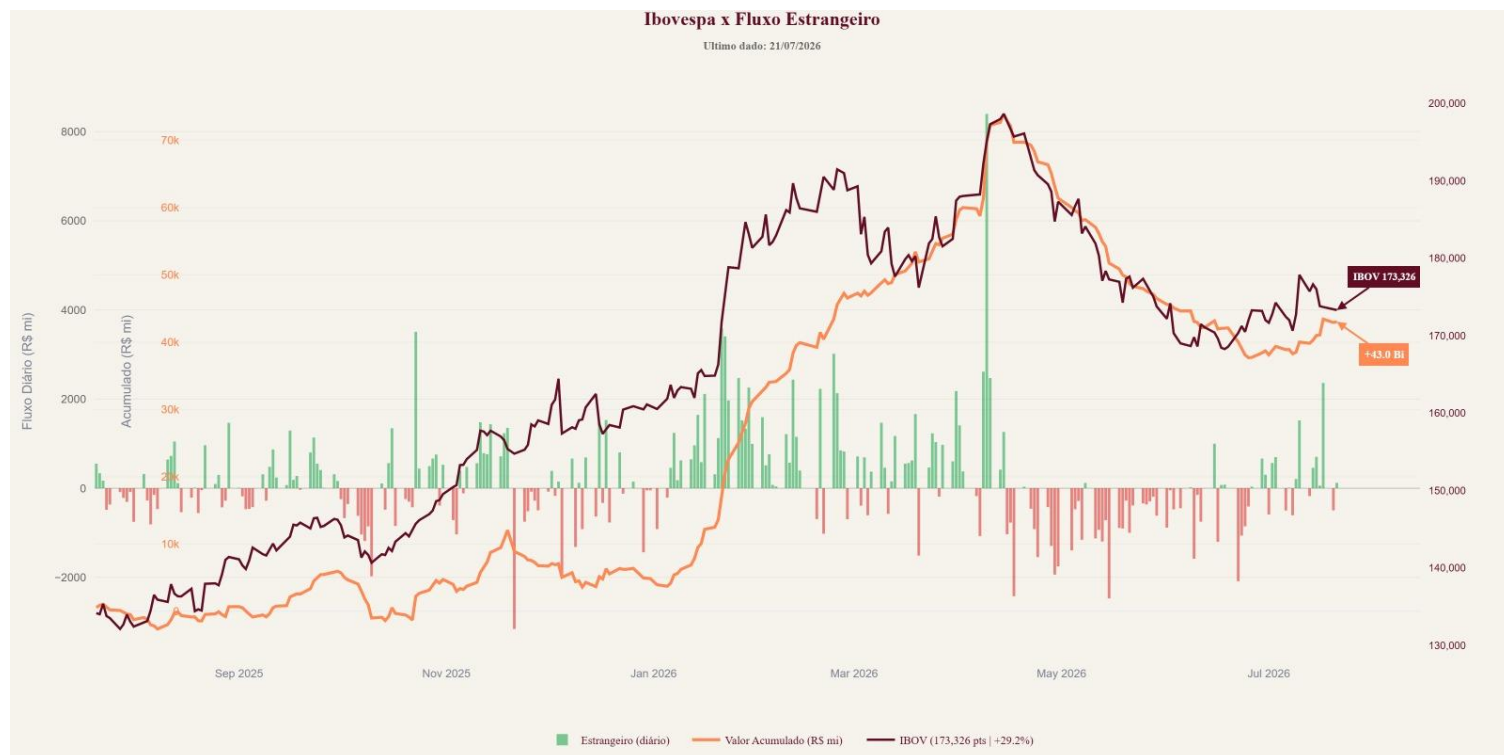
“Money talks and bullshit walks.”

- Filme Gêmeos (Twins, 1988), em que o personagem de Danny DeVito diz essa frase ao personagem de Arnold Schwarzenegger.

Siga o dinheiro!

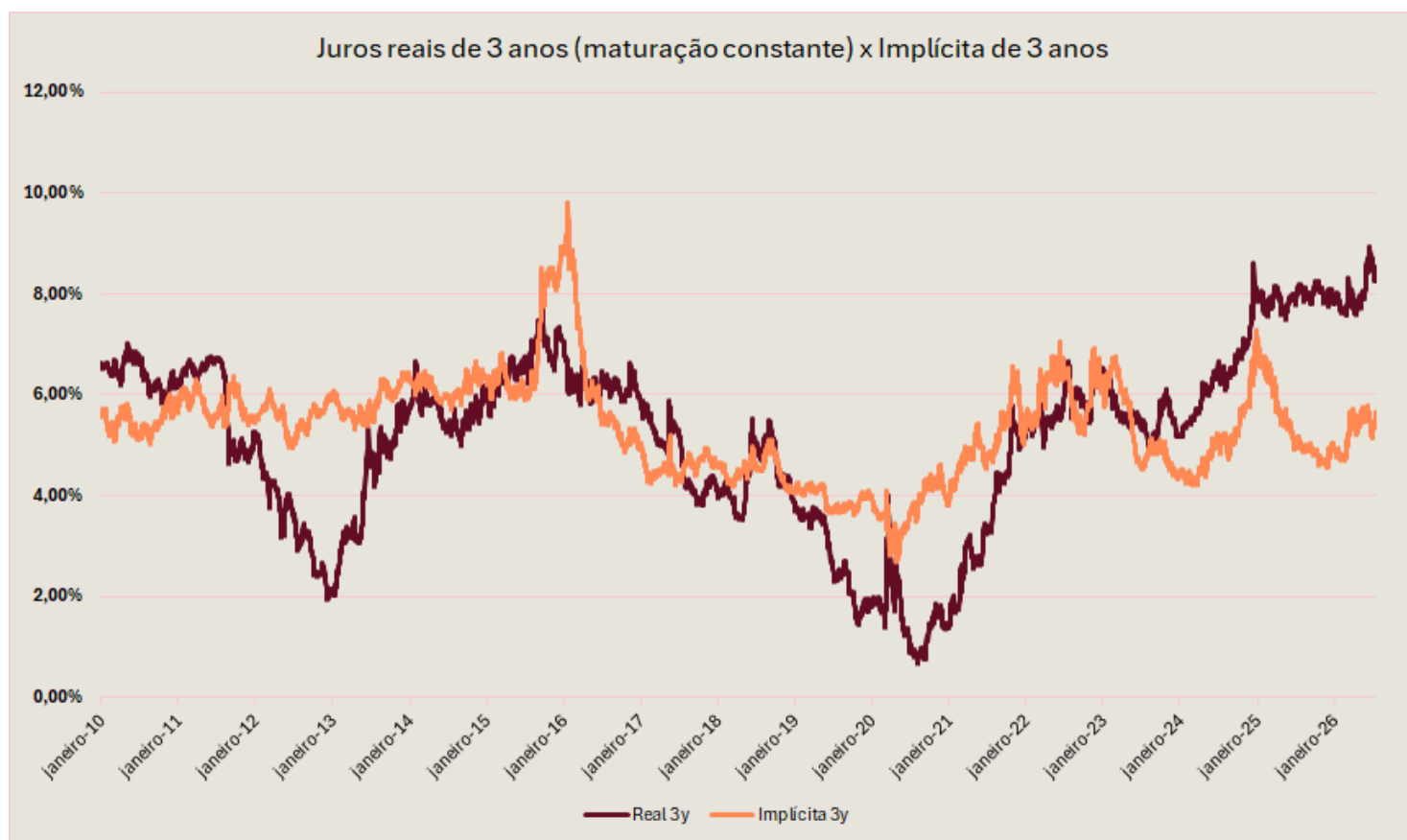
Quem estudou finanças aprendeu que os preços dos ativos refletem, principalmente, seus fundamentos. Segundo a Teoria dos Mercados Eficientes, toda informação disponível é incorporada aos preços quase instantaneamente. Assim, mudanças relevantes nas cotações só deveriam ocorrer diante de novos fatos ou eventos inesperados. Se algum ativo se afastasse do seu valor justo, investidores aproveitariam essa distorção, comprando ou vendendo até que o preço voltasse ao equilíbrio.

Na prática, porém, o mercado costuma se comportar de forma diferente. Um bom exemplo foi a bolsa brasileira entre 2022 e 2025. Durante esse período, praticamente todos os analistas afirmavam que as ações estavam muito baratas, mas os preços permaneceram deprimidos. Apenas no fim de 2025, com a realocação global de portfólios e a entrada de fluxo estrangeiro, o mercado iniciou um forte movimento de alta, que se estendeu até meados de 2026.



Na renda fixa, observamos um fenômeno semelhante. Há bastante tempo as NTN-Bs (Tesouro IPCA+) oferecem juros reais superiores a 6% ao ano, um patamar historicamente muito atrativo. Sob a ótica dos fundamentos, esse nível chama ainda mais atenção: desde 2010 não havia uma diferença tão grande entre os juros reais de curto prazo e a inflação implícita, sinalizando uma política monetária bastante restritiva. Ainda assim, esses títulos continuam pagando taxas elevadas. O motivo? Fluxo. O Tesouro Nacional tem encontrado dificuldade para vender essas emissões, reduziu o volume de alguns leilões e, em determinados momentos, precisou recomprar títulos.

Assim como ocorreu na bolsa, a explicação pode ser resumida em três palavras: **fluxo, fluxo e fluxo**. No caso das NTN-Bs, a forte concorrência de ativos isentos de Imposto de Renda — como LCAs, LCIs, CRAs, CRIs e debêntures de infraestrutura — desviou boa parte da demanda que antes era direcionada aos títulos públicos.



A piscina e o oceano: a teoria por trás do que acabamos de ver

À primeira vista, os dois exemplos parecem não ter relação entre si: uma bolsa que sobe enquanto os fundamentos pioram e títulos públicos que oferecem juros reais extremamente elevados sem despertar grande interesse dos investidores. Mas não se trata de duas anomalias distintas. É o mesmo fenômeno observado sob perspectivas diferentes. E não é preciso recorrer a teorias conspiratórias ou à velha explicação da "irracionalidade dos mercados" para entendê-lo.

Existe uma teoria acadêmica robusta, respaldada por rigor estatístico, que dá nome a esse comportamento: a **Hipótese dos Mercados Inelásticos**, desenvolvida por Xavier Gabaix (Harvard) e Ralph Koijen (Chicago Booth) e apresentada no artigo *In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis* (NBER Working Paper nº 28.967, 2021). Na nossa avaliação, trata-se de um dos trabalhos mais relevantes sobre investimentos publicados nas últimas décadas.

O estudo ganhou destaque justamente por confirmar aquilo que muitos profissionais de mercado observam na prática há anos, mas que raramente aparece nos livros-texto: **fluxo move preços — e muito mais do que normalmente se imagina. Mais importante: seus efeitos podem persistir por bastante tempo.**

O que os livros dizem, e por que erram por cem vezes...

Começamos pela visão tradicional ensinada nos cursos de finanças. Nela, o mercado acionário é comparado a um oceano: profundo, líquido e povoado por investidores dispostos a aproveitar qualquer distorção de preços.

Nesse modelo, se alguém compra uma grande quantidade de ações sem que haja uma nova informação sobre as empresas, o impacto sobre os preços deveria ser mínimo. A alta atrairia rapidamente vendedores, que fariam os preços voltar ao equilíbrio. Em outras palavras, a demanda seria altamente elástica: pequenas variações de preço seriam suficientes para equilibrar compradores e vendedores, tornando o fluxo praticamente irrelevante.

Para ilustrar essa ideia, os modelos tradicionais estimam que, se um fundo soberano comprasse o equivalente a 10% de toda a bolsa americana, o índice subiria apenas cerca de 0,5%. Quem já trabalhou em uma mesa de operações sabe intuitivamente que isso dificilmente acontece na prática. Foi justamente essa percepção que Gabaix e Koijen decidiram investigar de forma rigorosa.

Antes dos números, um detalhe revelador. Os autores fizeram uma enquete com 294 economistas, entre acadêmicos e profissionais de mercado, com a pergunta central do paper: se um investidor vende US\$ 1 bilhão em títulos de renda fixa e compra US\$ 1 bilhão em ações, o que acontece com o valor de mercado agregado da bolsa? **A resposta mediana foi: zero.**

A crença dominante, ensinada em toda a pós-graduação de finanças, é que o fluxo sem informação não move o preço. Guardem essa resposta

O resultado central: o multiplicador de cinco

O que os dados dizem é outra coisa. Utilizando uma técnica econométrica desenvolvida pelos próprios autores, conhecida como **variáveis instrumentais granulares**, que permite separar movimentos de fluxo de seus efeitos sobre os preços — Gabaix e Koijen estimaram que cada US\$ 1 transferido da renda fixa para a bolsa americana aumenta o valor de mercado agregado em aproximadamente US\$ 5. Esse é o chamado **multiplicador de fluxo**.

Dependendo da metodologia utilizada, as estimativas variam entre **3,5 e 8**, mas em nenhum cenário se aproximam de zero, muito menos dos valores implícitos nos modelos tradicionais. Em outras palavras, a sensibilidade do mercado ao fluxo é cerca de **cem vezes maior** do que a teoria convencional supõe.

Em termos simplificados:

Varição do mercado $\approx 5 \times$ fluxo líquido (medido em % do valor de mercado)

Um fluxo comprador equivalente a 1% do valor da bolsa tende a elevar o mercado em aproximadamente 5%. E vale nas duas direções: o mesmo multiplicador que empurra o preço para cima na entrada derruba o preço multiplicado na saída, ou seja, ele vale na direção oposta. Quando o fluxo se inverte, o multiplicador também trabalha ao contrário, amplificando os movimentos de queda.

Por que o oceano é, na verdade, uma piscina rasa

A explicação fica mais clara quando analisamos quem, de fato, poderia absorver um grande fluxo de compra ou de venda no mercado. A resposta é surpreendente: **quase ninguém pode — ou quer.**

As famílias e os fundos de pensão, por exemplo, costumam manter uma parcela relativamente estável do patrimônio investida em ações. Essa proporção muda pouco, seja por regras de alocação, restrições dos mandatos ou simplesmente por inércia. O dado mais impressionante do estudo ilustra bem esse comportamento. Na amostra analisada, a participação média das ações nas carteiras era de 79,2%. Durante a crise financeira de 2008, quando o mundo parecia desmoronar após a quebra do Lehman Brothers, essa participação caiu para apenas 76,4%. Em outras palavras, o maior choque financeiro das últimas décadas alterou a alocação média em menos de três pontos percentuais.

Os fundos de investimento estão presos às suas raías: o fundo de ações precisa permanecer comprado (o regulamento não o deixa correr para o caixa em tamanho relevante), e o fundo de renda fixa não pode comprar bolsa. Cada mandato nada na sua faixa, cada estratégia dentro dos limites definidos pelo seu regulamento.

Nem mesmo os **hedge funds**, os supostos arbitradores de plantão, têm capacidade suficiente para equilibrar esses movimentos. Eles somam menos de 5% do mercado acionário americano. E, durante a crise de 2008, quando a teoria mandava que comprassem barato dos desesperados, fizeram o quê? **Venderam**, cerca de 0,7% do valor do mercado, acumulado ao longo da crise, espremidos por resgates de cotistas e limites de risco. **O bombeiro chegou ao incêndio trazendo gasolina.**

O resultado é que, quando um comprador relevante entra, não existe multidão de vendedores à espera. Para cada real comprado alguém precisa vender, isso é aritmética; mas o *preço* que convence o vendedor relutante a se desfazer da posição é a variável de ajuste. Em um mercado onde ninguém quer mudar de lugar, o preço precisa andar muito para que pouca quantidade troque de mãos. **Essa é a definição de inelástico.**

Um esclarecimento para não confundir giro com fluxo: a bolsa americana gira o equivalente a cerca de 100% do seu valor por ano, mas isso é ação trocando por ação, o investidor que vende um papel para comprar outro. O que move o *nível* do mercado é coisa mais rara: o dinheiro que cruza a fronteira entre a renda fixa e a bolsa. É esse fluxo, escasso, que carrega o **multiplicador de cinco.**

O efeito não passa com o tempo...

Há um segundo resultado do estudo que desafia diretamente a teoria tradicional.

Os livros-texto pressupõem que, mesmo que um fluxo altere temporariamente os preços, investidores rapidamente explorariam essa distorção, fazendo o mercado retornar ao seu valor justo. Os dados, no entanto, mostram algo diferente.

O impacto provocado pelos fluxos persiste por vários trimestres, sem evidência de reversão relevante. Em outras palavras, o exército de arbitradores que deveria corrigir rapidamente os preços simplesmente não aparece com a intensidade imaginada pelos modelos tradicionais.

Os próprios autores citam um exemplo emblemático. Em agosto de 1998, durante a crise asiática, o governo de Hong Kong comprou aproximadamente 6% de todo o mercado acionário local em apenas duas semanas. O resultado foi uma valorização de cerca de 24% em relação a mercados comparáveis — e essa alta não foi devolvida posteriormente. Outro caso conhecido é o do Banco do Japão, que, por meio da compra de ETFs, tornou-se um dos maiores acionistas da bolsa japonesa. Mais uma vez, um fluxo estrutural produziu efeitos persistentes sobre os preços.

O ponto central não é que fundamentos deixem de importar. Eles continuam sendo determinantes no longo prazo. A novidade é compreender que, durante períodos prolongados, **o fluxo pode dominar completamente a dinâmica dos preços**, retardando — às vezes por anos — a convergência para aquilo que os fundamentos sugeririam.

De volta ao Brasil: os dois exemplos, uma só teoria

A teoria dos mercados inelásticos ajuda a explicar dois movimentos que marcaram o mercado brasileiro nos últimos meses.

O primeiro é a bolsa. O leitor já viu, acima, os números da entrada estrangeira na B3. Agora imagine esse fluxo passando pelo multiplicador descrito por Gabaix e Koijen. Em um mercado que é uma fração do americano, mais raso, com menos participantes e um comprador marginal dominante, **dezenas de bilhões de reais de fluxo não são um detalhe técnico: são o motor.** Não conhecemos estimativa do multiplicador brasileiro feita com o rigor desses autores, mas a lógica é difícil de ignorar: se o mercado americano já se parece mais com uma piscina do que com um oceano, o brasileiro é uma piscina ainda menor. **A bolsa subindo com fundamento piorando deixa de ser um mistério.**

O fundamento não está comprando; o fluxo está. E o fluxo estrangeiro tem uma característica que o fundamento não tem: muda de ideia por razões que nada têm a ver conosco: um dado de inflação americana, um rebalanceamento de carteira global, uma pesquisa eleitoral. No dia em que o sentido se inverte, o multiplicador que hoje trabalha a favor trabalhará contra, com a mesma força. **Inclusive isso fica claro tanto no rally, quanto na reversão parcial dele. O multiplicador não escolhe lado.**

O espelho da bolsa; o caso das NTN-Bs. O espelho perfeito, e talvez o exemplo mais didático de inelasticidade à brasileira. Aqui temos o inverso: fundamento presente, fluxo ausente. O juro real que esses títulos pagam hoje não é o veredito fino de um exército de arbitradores sobre o risco fiscal; é, em larga medida, **o preço da cadeira vazia do comprador estrutural.** Sem a demanda primária de sempre, o Tesouro precisa oferecer taxa maior para colocar papel novo em leilão; no secundário, a dinâmica é semelhante. Quando um investidor deseja vender NTN-Bs, encontra poucos compradores dispostos a assumir a posição imediatamente. Para que a negociação aconteça, o preço precisa cair ou, dito de outra forma, a taxa precisa subir.

Os livros-texto diriam: impossível, um juro real dessa magnitude atrairia capital instantaneamente e se comprimiria. A piscina responde: atrairia, se houvesse alguém com mandato, balanço e horizonte para atravessar a fronteira. **Barato sem comprador marginal fica barato.** A inelasticidade não diz que o valor não existe; diz que ele não tem hora marcada para aparecer, e que, enquanto o fluxo não vira, quem carrega o título é pago generosamente, na forma do próprio juro real, exatamente por ser o comprador que falta. Enquanto não existir um comprador estrutural disposto a atravessar essa fronteira entre classes de ativos, títulos muito baratos podem permanecer baratos por um período bastante longo.

Para quem possui horizonte de investimento compatível, esse desconforto de curto prazo pode representar justamente a origem de um retorno mais elevado no longo prazo.

A simetria que explica tudo

A simetria dos dois casos merece uma linha própria: **na bolsa, o fluxo está presente e o fundamento, ausente; nas NTN-Bs, o fundamento está presente e o fluxo, ausente.** Difícil imaginar retrato mais puro da tese de Gabaix e Koijen fora dos Estados Unidos, e o nosso mercado o pintou em tempo real, em português, ao longo deste ano.

O que essa lente muda para o investidor

A hipótese dos mercados inelásticos não muda apenas a forma de interpretar os mercados. Ela também altera a maneira de investir. Mais do que um exercício acadêmico, ela reforça quatro princípios que já orientam nossa gestão e que, à luz desse estudo, ganham uma fundamentação ainda mais sólida:

Fazer as duas perguntas, sempre. Antes de perguntar “está caro ou barato?”, perguntar “quem é o comprador marginal? Quem é o vendedor forçado?”. O valuation diz para onde a gravidade aponta; o fluxo diz quando ela age.

Tese de valor sem catalisador de fluxo é tese incompleta. Barato pode ficar barato por anos, as NTN-Bs que o digam; caro pode ficar mais caro enquanto o fluxo durar, a bolsa que o diga. O paper dá o motivo estrutural: não há arbitrador com bolso e mandato para apressar a convergência.

Respeitar a simetria do multiplicador. O fluxo que constrói o rali é o mesmo que constrói a queda, multiplicada, quando reverte. Posição cuja única premissa é “o estrangeiro vai continuar comprando” carrega um risco que não aparece em nenhuma planilha de valuation.

Cobrar para ser o comprador que falta. Para quem tem passivo em IPCA e horizonte longo, o prêmio das NTN-Bs é precisamente a remuneração por prover a demanda que o mercado perdeu. É a tradução, em juro real, da inelasticidade: desconfortável na marcação a mercado, generosa no carregio.

Uma honestidade final, no espírito desta casa: os próprios autores encerram o trabalho lembrando que a hipótese é, por ora, isso mesmo, uma hipótese, estimada com dados americanos, e o multiplicador exato do mercado brasileiro ninguém mediu. Mas a mecânica que ela descreve, nós a vimos operar diante dos nossos olhos, na B3 e na curva de juros, sem precisar de tradução.

Uma reflexão adicional

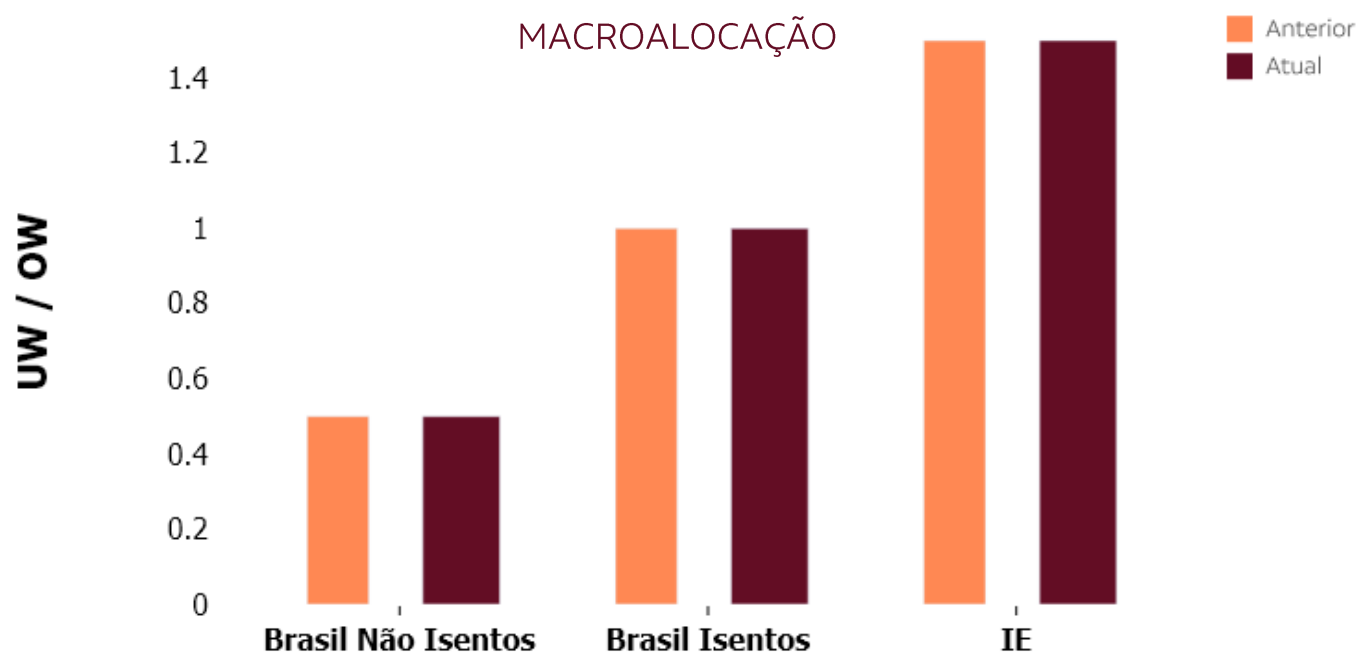
Um outro norte que esse estudo aponta é para um tema sobre o qual nós temos nos debruçado ultimamente. A gestão ativa, seja na classe de ações, seja nos multimercados, tem enfrentado anos e anos difíceis. **A estrutura do mercado tem mudado; cada vez mais, o fluxo é inelástico e menos fundamentalista**, seja o fluxo passivo (ETFs) ou o fluxo quantitativo. Isso muda a forma de se fazer gestão, e os gestores (a ver pelos resultados) estão tendo um tempo difícil em se adaptar.

Escrevemos nesta carta, em fevereiro, que **quando o fluxo fala, o fundamento sai da sala**. Gabaix e Koiijen apenas mediram o volume do alto-falante: multiplicado por cinco. Graham já sabia: no curto prazo o mercado é uma máquina de votar, e votos são fluxo; no longo prazo é uma balança, e peso é fundamento. A tarefa do gestor não é escolher entre um e outro. É saber qual dos dois está com o microfone em cada mercado, e cobrar o preço certo para permanecer na sala.

Referência

GABAIX, Xavier; KOIJEN, Ralph S. J. *In Search of the Origins of Financial Fluctuations: The Inelastic Markets Hypothesis*. NBER Working Paper nº 28.967. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Junho de 2021. Disponível em: nber.org/papers/w28967. Working paper circulado sem revisão por pares; estimativas referentes ao mercado acionário dos Estados Unidos.

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

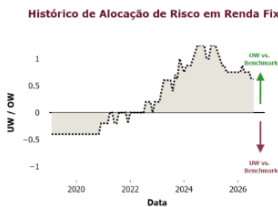
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO
DE RISCO

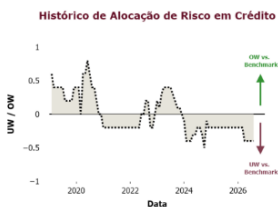
AÇÕES



RENDA FIXA



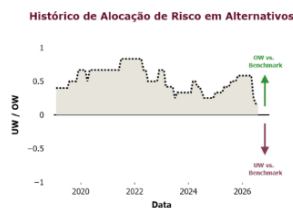
CRÉDITO



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.