

Carta Mensal

Setembro 2026

*"Só quando a maré baixa é que você
descobre quem estava nadando pelado."*

Warren Buffett

Quando o macro fala, o micro abaixa a cabeça

Quatro vezes por ano a maré baixa de verdade no mercado brasileiro: nas temporadas de balanços. No intervalo entre uma e outra, gestores, economistas e influenciadores podem contar a história que quiserem sobre a economia. As empresas são obrigadas a publicar seus números auditados na CVM como agora, em julho e agosto, com resultados do segundo trimestre. É nessa hora que a narrativa perde para a contabilidade e para quem sabe decifrá-la, como iremos analisar ao longo do texto.

Neste mês, em vez de comentar manchetes, fizemos o trabalho braçal: baixamos os demonstrativos de **44 empresas do Ibovespa que já divulgaram os resultados segundo trimestre (até meados do mês)** puxando os últimos doze trimestres de cada uma, linha a linha, direto da CVM e cruzamos tudo com o pano de fundo da economia: receita, margem, dívida, juros pagos, lucro. Esta carta é o resumo do que encontramos, traduzido para quem não vive de planilha.

Adiantamos a conclusão: os 44 balanços contam, com raras exceções, uma única história repetida 44 vezes.

E ela é sobre juros.

Primeiro, um minuto de didática: o que é "macro" e o que é "micro"?

Macro é a maré; micro são os barcos. Macro é o conjunto de forças que nenhuma empresa controla: a taxa de juros, a inflação, o emprego, o câmbio, o humor do consumidor. Micro é cada empresa individualmente: suas lojas, suas margens, suas dívidas, seus executivos dando entrevistas otimistas. No longo prazo, barcos bem construídos vencem. No curto prazo, a maré manda. E a maré brasileira de 2026 se resume em quatro números que valem mais que qualquer relatório.

14% ao ano a Selic, mesmo depois de quatro cortes. O juro real (descontada a inflação) segue perto de 8%, um dos maiores do planeta.

82% é a fatia das famílias brasileiras endividadadas, recorde histórico pelo sexto mês seguido. O comprometimento da renda com dívidas também é recorde: quase 30 centavos de cada real ganho já têm dono antes de chegar ao bolso.

442% ao ano é o juro do rotativo do cartão de crédito. Quem parcela a geladeira nessas condições não compra a segunda geladeira, aliás, nem enche a primeira.

R\$ 30 bilhões por mês o que os brasileiros gastam em apostas online, segundo a CNC. Em três anos, as bets drenaram do varejo o equivalente a dois Natais inteiros de vendas.

Guarde esses quatro números. Eles explicam praticamente tudo o que os senhores(as) vão ler a seguir.

Se o desemprego está na mínima de 14 anos, por que o varejo reclama tanto?

Esse é o aparente paradoxo do trimestre. O Brasil tem hoje o menor desemprego em 14 anos e a massa salarial cresce quase 5% acima da inflação. Deveria ser festa no comércio. Não é. E o truque para enxergar o porquê é uma continha que pouca gente faz: **descontar a inflação das vendas**.

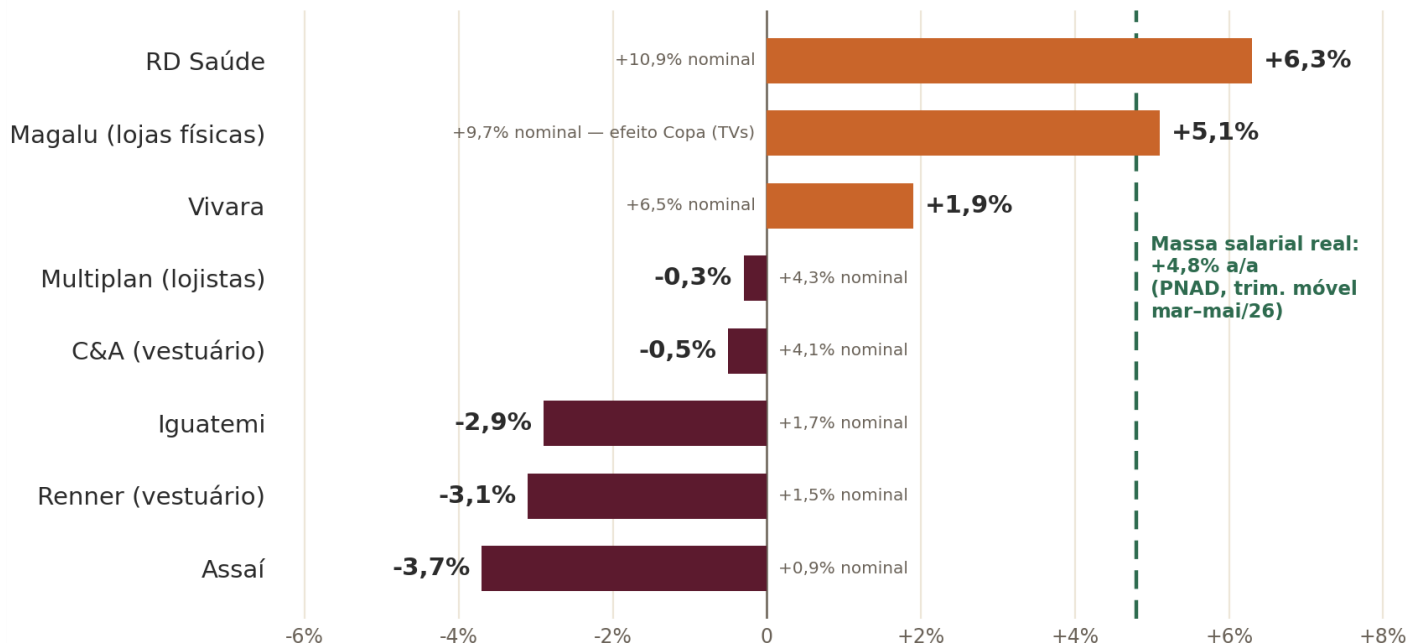
A Renner, melhor operadora de moda do país, vendeu +0,5% nas mesmas lojas. Parece estável? Com inflação de 4,6%, significa vender **4% menos em quantidade**. A C&A cresceu 4,1%, zero real. O Assaí, +0,9% queda real, com o cliente trocando marcas por opções mais baratas dentro da loja, no que o setor educadamente chama de *trade down*. Quase todo o varejo de massa listado em bolsa **encolheu em termos reais** num país com pleno emprego.

Onde foi parar a renda, então? Ela existe só não chega ao caixa das lojas. De cada real novo que o mercado de trabalho gera, o serviço da dívida leva um pedaço recorde, as bets levam R\$ 30 bilhões por mês, e o que sobra vai para serviços. O brasileiro não parou de consumir. Ele consome juros e apostas.

Um detalhe saboroso: **nenhum executivo citou as bets** nas teleconferências de resultados. Todos culpam "o cenário macroeconômico desafiador". R\$ 360 bilhões por ano saindo do consumo é o elefante na sala de reunião que ninguém apresenta, mas todos se sentam em volta dele. E a Copa do Mundo, que prometia salvar o semestre? Vendeu R\$ 1 milhão de camisetas da Seleção e fez as TVs saltarem 39% no Magalu e esvaziou os shoppings em dia de jogo. **Evento é evento; tendência é outra coisa.**

A renda existe. Ela não chega à loja.

Vendas mesmas lojas no 2T26, descontada a inflação (variação real a/a, %)



Deflator: IPCA acumulado 12m até jun/26 (4,64%, IBGE). Deflatores setoriais divergem: vestuário roda abaixo do IPCA cheio; alimentação, acima; farmácia tem reajuste CMED de +2,8%. Fontes: releases 2T26; IBGE (IPCA, PNAD). Elaboração: TAG Investimentos.

Como um juro de 14% mata o lucro

Aqui está o cerne do nosso estudo e vale a didática. O dinheiro que entra numa empresa percorre um caminho: vira receita, paga fornecedores e salários, sobra a margem operacional e, **antes de chegar ao acionista, passa pelo pedágio do credor**. Com Selic a 14%, esse pedágio ficou confiscatório: no agregado das empresas que analisamos (fora bancos e Petrobras), **a despesa financeira consumiu 6,6% de toda a receita** do trimestre. Não do lucro, da *receita*. Isso, ano passado, era ao redor de 5%. Contextualizando, o varejo normalmente tem margens líquidas menores do que 5%.

O padrão se repetiu a ponto de virar clichê: empresas operando bem e lucro morrendo no trajeto. O Magazine Luiza defendeu suas margens, vendeu bem nas lojas físicas e deu prejuízo, porque R\$ 572 milhões de juros num trimestre engolem qualquer varejo. O próprio CFO resumiu: *"estamos fazendo de tudo para voltar a dar lucro sem depender da taxa de juros"*. **Tradução: hoje, o lucro depende da taxa de juros.**

O caso mais instrutivo é a Smart Fit. A empresa entregou o melhor trimestre operacional da sua história e a ação caiu 8%. Como? A academia diz dever "só" 1,2 vez o que gera por ano, parece pouco. Mas esse número esconde duas coisas: o juro corre sobre a dívida **bruta** (que é maior), e as ~2.100 academias são **alugadas** e a contabilidade moderna transforma contratos de aluguel numa dívida bilionária que não aparece na conta de "empréstimos", mas cujos juros aparecem, pontualmente, na despesa financeira. Somando tudo, a alavancagem real é três vezes a divulgada. **Moral da história: em país de juro alto, leia a nota de rodapé antes do release.** É lá que mora o boleto.

Outros dois exemplos da indigência que o atual modelo econômico jogou os brasileiros: o Banco do Brasil divulga seu resultado e as perdas de crédito na linha de "cartão" simplesmente dobram de um trimestre para outro, além do já esperado show de horrores do crédito agro.

Banco do Brasil admite 'erro' em cartão e trava linha após pico de inadimplência

Analistas destacam piora do crédito em pessoas físicas e veem riscos ainda pela frente; ações caem nesta quinta-feira, 13, após balanço do 2º trimestre

Outro sinal de que fundo do poço tem alçapão, entre junho e julho o iFood vendeu 1,3 milhões de pedidos de comida com parcelamento em até 6X. O "sucesso" foi tão grande que planejam estender a modalidade para todo o site. **Quando o cidadão tem que parcelar a pizza em 6X é porque já passamos do limite do que é razoável.**



iFood vai estender compra parcelada para todo o aplicativo em dezembro

Thais Redondo, diretora de Pagamentos do iFood Pago, vê opção como demanda que faz parte da maneira como o brasileiro consome

João Nakamura, da CNN Brasil, em São Paulo
16/11/25 às 06:00 | Atualizado 16/11/25 às 06:00

Regra prática para o investidor: com juro real de 8%, empresa endividada trabalha para o credor; o acionista fica com o troco (e se ficar, lamba os beiços). Nas nossas carteiras, a régua do trimestre foi essa cobertura de juros, não crescimento de receita.

Então está tudo ruim? Não, e a dispersão é a parte mais interessante

O 2T26 não foi um trimestre ruim; foi um trimestre **bifurcado**. Enquanto o varejo de massa encolhia, a Petrobras lucrou R\$ 52 bilhões em três meses, a guerra entre EUA e Irã levou o petróleo a US\$ 104 o barril e anunciou R\$ 17 bilhões em dividendos. Sorte, não competência: as próprias petroleiras planejam 2026 com barril a US\$ 86. A Embraer fez receita recorde com carteira de pedidos de US\$ 34,5 bilhões; a Gerdau hoje tira 74% do seu resultado das fábricas **nos Estados Unidos**, protegida pelas tarifas de lá. A saúde cresceu de verdade e as farmácias da RD (maior grupo varejista farmacêutico do Brasil, responsável pelas redes de farmácias Droga Raia e Drogasil) venderam +10,9% impulsionadas pelas canetas emagrecedoras. Já o Fleury subiu 13% num dia. **E a alta renda nem percebeu o aperto: a Vivara cresceu acima da inflação e os shoppings de luxo bateram recorde de vendas.**

São dois “Brasis” no mesmo pregão: o que depende do crediário e o que não precisa dele. Nos bancos, o mesmo filme: o juro alto separou os adultos das crianças, Itaú com retorno de 24% e inadimplência estável; Santander com 12,5% e o mercado cobrando explicações. Aqui cabendo a ressalva que resultado de banco é algo um tanto quanto elástico, o Santander com CEO novo assumindo teve incentivos para tirar os esqueletos para fora do armário, os outros, não.

O truque final: separar o lucro de verdade do lucro de cartório

Uma última lição didática desta temporada: **desconfie de lucro que veio do advogado, não do cliente**. Vários "resultados acima do esperado" do trimestre foram inflados por créditos tributários e eventos únicos: R\$ 293 milhões no Assaí, R\$ 253 milhões na Multiplan, incentivos fiscais na Ambev, repactuações contábeis nas elétricas.

É dinheiro bom, mas não se repete. Quem projetar o futuro em cima dessas bases vai se decepcionar em 2027. No nosso estudo, classificamos evento por evento: o que é ruído (Copa, guerra, crédito fiscal, base de comparação) e o que é estrutura (juro alto por muito tempo, família endividada, Shein, bets, GLP1, IA). **Investir bem é, essencialmente, não confundir as duas listas.**

A fila do cartório: o recorde silencioso das recuperações judiciais

O Valor desta semana estampou o que os balanços já gritavam: *"Inadimplência, em nível recorde, não dá sinal de trégua"*. Os números por trás da manchete merecem um minuto. A inadimplência das famílias nos recursos livres chegou a **7,6%, a maior de toda a série do Banco Central**, iniciada em 2011 pior que 2012, pior que a recessão de 2015-17. No crédito rural, o indicador saiu de 1,9% para 13% em dois anos. E as empresas começaram a fazer o que as famílias não podem: pedir proteção judicial. São **7.980 CNPJs em recuperação judicial, recorde absoluto**, 21% a mais do que há um ano.

O dado que ninguém olha é o mais importante: **a porta de saída**. No último trimestre, saíram de recuperação judicial (RJ) apenas 2% das empresas que estavam nela nesse ritmo, quem entra hoje passa, em média, 12 anos dentro de um instituto desenhado para durar dois. E a estatística ainda é gentil: as grandes nem aparecem nela, porque migraram para a recuperação extrajudicial - foram cerca de R\$ 75 bilhões reorganizados por essa via só no primeiro semestre (Raízen, Oncoclínicas, GPA), sem gerar uma linha nos registros de RJ.

Por que isso não melhora com a Selic caindo? Aritmética, de novo: **o juro real caiu menos de 1 ponto percentual desde o pico e segue perto de 9%** e a insolvência responde ao juro com 14 meses de defasagem (34 meses no agro). **Traduzindo: o fluxo de novos pedidos até desacelera, mas o estoque de empresas em recuperação continua crescendo até bem depois de 2028. Não é maré ruim; é o nível do mar subindo.**

Casas Bahia: o obituário que confirma a regra

Algumas páginas acima, mostramos que a alavancagem divulgada da Smart Fit escondia uma dívida três vezes maior. Em 17 de agosto, o mercado ganhou a prova cabal do argumento: a **Casas Bahia protocolou recuperação judicial declarando R\$ 17,3 bilhões em dívidas** a mesma companhia que, dias antes, apresentava no release de resultados uma dívida líquida de R\$ 1,2 bilhão e alavancagem de 0,5x.

Não houve R\$ 16 bilhões de dívida nova no caminho. **Houve troca de régua**. A métrica "gerencial" excluía o funding do crediário, os fornecedores e os aluguéis; a Lei de Falências conta tudo. A dívida bancária propriamente dita subiu apenas R\$ 736 milhões no semestre. Quem contava a verdade, há trimestres, era a demonstração de resultados: **R\$ 1,3 bilhão de juros por trimestre contra um EBITDA de R\$ 0,5 bilhão – uma cobertura de apenas 0,38x**. Empresa que gera 1 e paga 2,6 de juros não tem alavancagem de 0,5x; **tem hora marcada com o ceifador**.

O detalhe mais didático: **a operação estava melhorando**. A margem bruta subiu de 23% para 33% em três anos e a companhia quebrou mesmo assim, quando acabaram as carências renegociadas em 2024, justamente com a Selic em 15%. A empresa vinha fazendo até uma ótima execução com AI, com bons resultados. No trimestre final, o patrimônio líquido virou negativo em R\$ 8,3 bilhões por baixas contábeis que confessam a descontinuidade, e o auditor se absteve de opinar. Fica a moral, agora com carimbo de cartório: **alavancagem divulgada é opinião; cobertura de juros é fato. Em país de juro real de 9%, leia a DRE antes do release.**

O que fazemos com tudo isso?

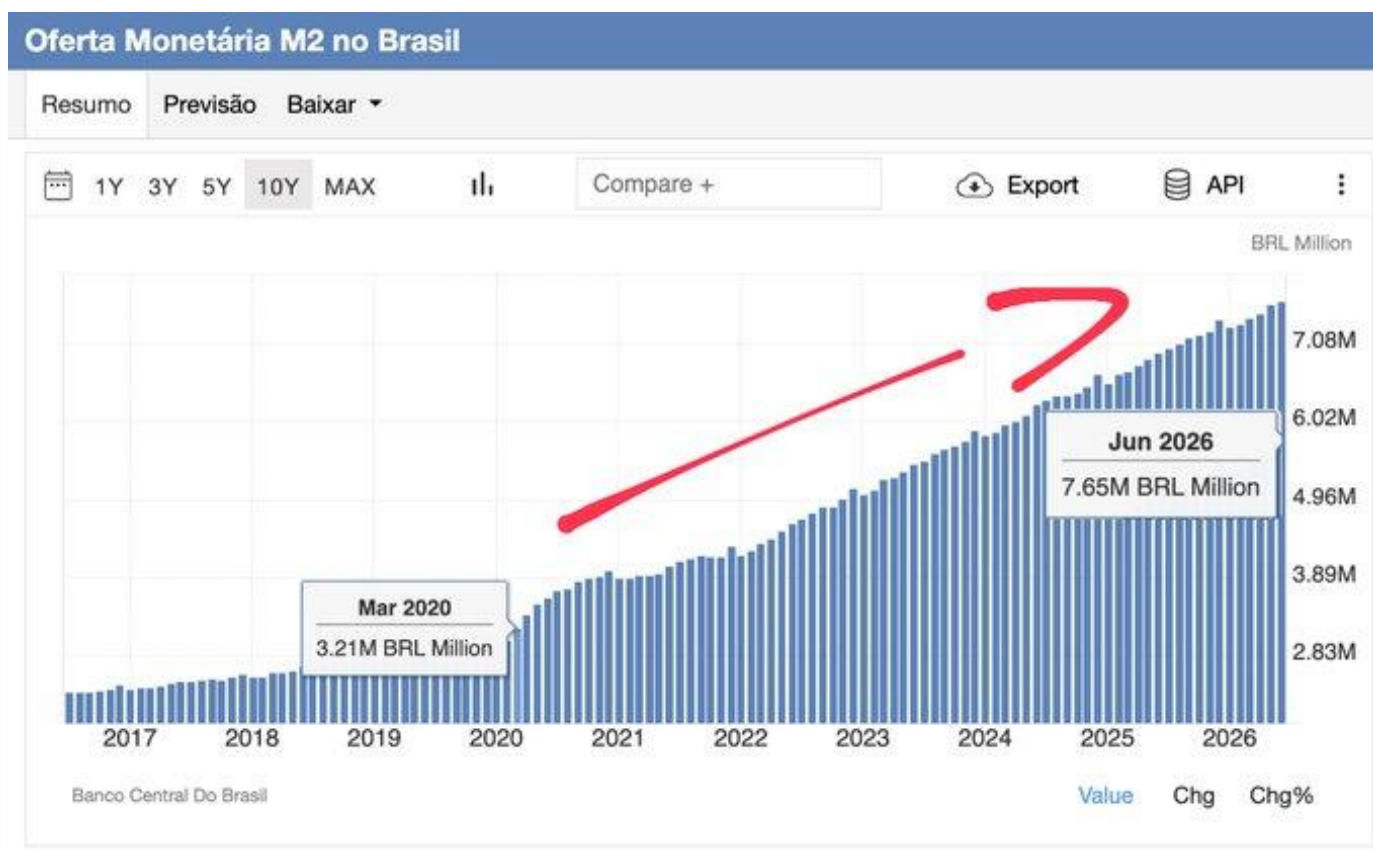
Primeiro, mantemos a régua honesta: com o título público pagando **inflação + 8%**, qualquer investimento em bolsa precisa merecer o risco. Passam pela régua os negócios de balanço leve, caixa gerado de verdade e cliente imune à maré: saúde, alta renda, exportadores com ativos em dólar, software. Segundo, tratamos as empresas endividadas pelo que são hoje: **uma opção sobre o Copom**. Quando a Selic cair - o mercado projeta 13,50% no fim deste ano e 12% em 2027 - elas serão as grandes vencedoras; mas o timing pertence ao Banco Central, não a nós, e há uma eleição e um El Niño no caminho. Terceiro, paciência com o varejo de massa: ele só volta quando o serviço da dívida das famílias ceder, e isso acontece com defasagem de dois a três trimestres após os cortes de juros.

A frase da capa, no fim das contas, é o resumo do trimestre: a maré baixou e ficou claro quem nadava pelado. O nosso trabalho foi para isso, esmiuçamos 44 empresas, linha a linha, por doze trimestres para garantir que os senhores (as) estejam entre os que nadam vestidos. E com caixa no bolso para, quando a maré virar, comprar barato a sunga dos apressados.

Fazendo o fecho macroeconômico desta carta. O assunto recorrente em conversas de pessoas de alta renda, **é como os gastos mensais parecem ter explodido sem que o padrão da pessoa tenha tido um salto significativo**. Pessoas que tem patrimônio, que tem dinheiro aplicado. Imagina então a sensação térmica nos andares de baixo?

O fato é que com essa farra fiscal, o governo todo ano pinta mais 15% da base monetária e chama isso de dinheiro.

Simplesmente 60% de todos os reais em circulação foram criados após a pandemia.



Ato contínuo, o dinheiro perde valor, **em uma velocidade maior do que nossos cérebros conseguimos acomodar**, e isso não casa com a inflação oficial, pois afinal de contas a nossa cesta de consumo não é o IPCA, é muita coisa dolarizada e muitos serviços, que cavalgam livremente nos pastos inflacionários.

Fomos conferir essa "sensação térmica" nos dados, e ela tem CPF. O Ipea calcula a inflação por faixa de renda: a da **renda alta roda a 5,2% em 12 meses a maior entre todas as faixas**. O Itaú mede a inflação das famílias que gastam mais de R\$ 40 mil por mês: deu o dobro do IPCA em 2024. **E o índice de custo de vida de alto padrão acumula +83% desde 2018, contra +55% do IPCA** quem vivia com R\$ 100 mil mensais precisa hoje de R\$ 183 mil para o mesmo padrão. Não é impressão: serviços sobem 31% desde 2022, contra 25% do índice cheio. A inflação não sumiu; mudou de endereço, foi morar exatamente na cesta de quem tem patrimônio. Simplesmente pelo fato que o andar de cima consegue acomodar o pedágio extra.

E uma precisão que devemos aos senhores: fomos ao Banco Central conferir quem "imprime". A Casa da Moeda, propriamente, imprime pouco, cerca de 5,7% ao ano. **O que cresce 15,7% ao ano é a moeda ampla, o M2, e o impressor tem nome: o déficit financiado com títulos e a própria Selic**

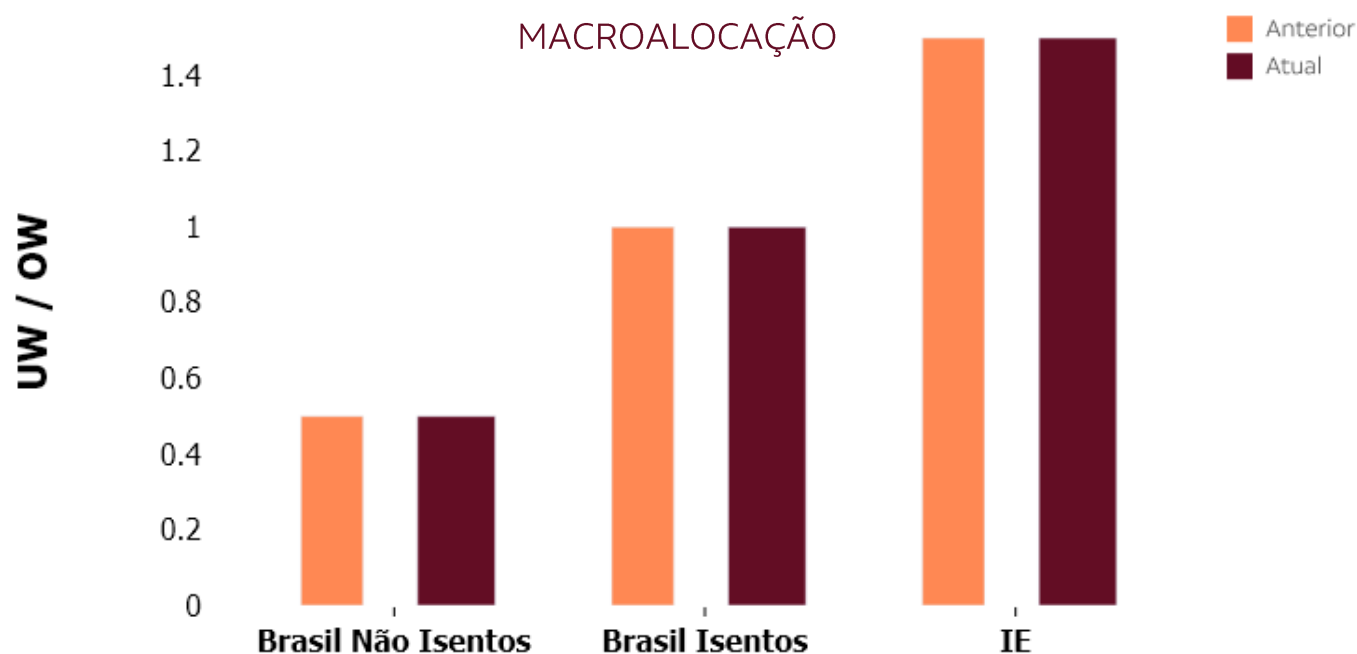
remunerando um estoque de R\$ 7,6 trilhões. Só o juro fabrica cerca de R\$ 1 trilhão de dinheiro novo por ano. Não é uma impressora; é uma máquina de juros compostos.

Presta atenção nisso aqui: a régua de inflação de cada família desta casa não é o IPCA é **IPCA + 2 a 5 pontos percentuais.**

Por ora as pessoas têm renda e emprego, a sensação é só uma, angústia. **Imaginem se a economia vira, e vem uma recessão (hipótese razoável para 27 ou 28), trazendo desemprego?** A angústia vira desespero.

O momento exige conservadorismo não só nos investimentos domésticos, mas também em cada real que sai de nossas contas.

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

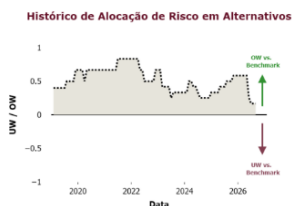
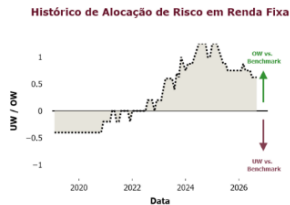
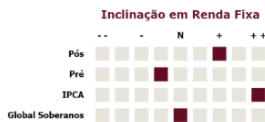
ALOCÇÃO
ESTRATÉGICA

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.