TAG
INVESTIMENTOS

Carta Mensal

Novembro 2026

"O vento apaga uma vela
e alimenta o fogo."
Nassim Nicholas Taleb,
Antifrágil (2012)

A fatura chegou no dia seguinte

A carta de outubro terminou com uma frase curta: "Termina em 25 de outubro". Terminou. Só não terminou do jeito que as pesquisas, os modelos e a quase totalidade do mercado esperavam. Nosso motor de probabilidades dava mais de 80% de chance para Flávio Bolsonaro depois do 1º turno, os mercados de previsão davam 84%, e escrevemos que estávamos confiantes em ativos locais, especialmente juros e Bolsa, com o USDBRL como a classe de que menos gostávamos. O mercado errou o resultado e o erro custou caro para todos já no dia 26. Não vamos dourar a pílula, grandes empresas locais perderam mais de metade do seu valor na última semana. Nossa moeda perdeu cerca de 10%. **O que ficou de pé foi o que escrevemos em junho: ao menos 30% do patrimônio em moeda forte. Foi esse pedaço da carteira que pagou a conta da segunda-feira.**

O Congresso foi para a direita

Antes do presidente, vale olhar as casas que vão aprovar ou travar tudo nos próximos quatro anos. Na Câmara, o PL elegeu 121 deputados (eram 99 em 2022). A federação PT-PCdoB-PV fez 88, a federação União-PP 87, o PSD 43, o Republicanos 41 e o MDB 36. **Na nossa classificação de outubro, a direita passou de 104 para 132 cadeiras, o centrão caiu de 285 para 257 e a esquerda ficou parada nos 124. O centrão tem os 257 da maioria absoluta sem um voto de folga: qualquer votação do governo passa pelo balcão.**

No Senado, 40 das 54 cadeiras em disputa vão para nomes novos, uma renovação de 74%. A partir de 2027, o PL terá 29 senadores, mais de um terço da Casa, contra 10 do PT, 8 do MDB, 6 do PP, 5 do União Brasil e 5 do Republicanos (Senado Notícias). Nos estados, o PL também lidera, com 6 dos 27 governadores. **O resultado eleitoral reconduziu Lula, enquanto o Congresso eleito terá o partido do adversário como a maior bancada nas duas Casas. Isso pesa na árvore lá na frente.**

A virada

No 1º turno, Flávio teve 47,03% dos votos válidos (56,1 milhões) contra 45,16% de Lula (53,9 milhões). Três semanas depois, Lula venceu com 51,79% (64.256.232 votos) contra 48,21% (59.826.041), uma diferença de 4,43 milhões (TSE). A margem andou 5,4 pontos em 21 dias.

Uma conta simples dá o tamanho da coisa. Os candidatos eliminados somaram 9,32 milhões de votos no 1º turno. Lula ganhou 10,38 milhões entre um turno e outro, mais do que todos eles juntos; Flávio ganhou 3,72 milhões. Lula ficou com 73,6% dos votos novos. **A diferença veio do comparecimento: a abstenção caiu de 21,1% para 19,2%, algo como 3 milhões de eleitores a mais, e brancos e nulos caíram de 4,77% para 3,24%. Em outubro escrevemos que "a abstenção não decide", lembrando que em 2022 o 2º turno trouxe só 570 mil eleitores a mais. Desta vez, decidiu.**

Quão rara é uma virada dessas? Desde 1989, o Brasil teve sete eleições presidenciais com 2º turno. Nas sete, quem liderou o 1º turno levou a eleição. 2026 é a primeira exceção da Nova República. Lá fora acontece (a Argentina de 2023 é o exemplo mais próximo); aqui, nunca. Flávio diz que não reconhece o resultado e que pedirá a anulação, por causa da prorrogação do horário de votação determinada pelo ministro Cristiano Zanin a pedido da coligação de Lula. **A chance do pedido é próxima de zero**, mas o ruído não vai embora tão cedo.

E os institutos? Erraram nos dois sentidos, o que exige certo talento. No 1º turno, Datafolha, Quaest, AtlasIntel e CNT/MDA apontavam Lula na frente. Ganhou Flávio. No 2º, Datafolha e Quaest davam Flávio com 51% x 49%, AtlasIntel 50,8% x 49,2%, CNT/MDA 50,7% x 49,3%, Gerp e Real Time Big Data 52% x 48%. Ganhou Lula. Pelo levantamento da Rede 98, os 21 institutos subestimaram Lula, 18 colocavam Flávio na frente e a média dava Flávio por 1,9 ponto: erro de cerca de 5,5 pontos na margem. **Foi a primeira vez que o Datafolha errou o vencedor de um 2º turno.**

Um minuto de estatística: com 4.050 entrevistas, errar a margem em 5,6 pontos **é um desvio de 3,5 erros-padrão, coisa que o acaso produz uma vez a cada 2.600 pesquisas, mais ou menos. Quando 21 institutos erram para o mesmo lado, não é amostra, é modelo.** O próprio CEO da AtlasIntel admitiu que os modelos de eleitor provável não captaram a mobilização do eleitorado de Lula. As pesquisas mediram quem dizia que ia votar. O eleitor foi votar.

Segunda-feira, 26 de outubro

O mercado tinha precificado Flávio: entre a véspera do 1º turno e a sexta-feira 23/10, o Ibovespa saiu de 192.114 para 205.082 pontos. Na segunda, a B3 acionou o *circuit breaker* antes da abertura, com indicação de queda acima de 20%. A mínima foi de 169.516 pontos (-17,34%) e o fechamento de 176.608, queda de 13,88%. Em dólares, -21,1%. Small Caps caíram 26,5% e o índice Imobiliário 28,6%. O dólar fechou a R$ 5,4027, alta de 8,21%, a maior em mais de duas décadas, depois de tocar R$ 5,60. O DI janeiro 2031 foi de 12,64% para 15,19% (+254 pontos-base) e o Tesouro precisou recomprar R$ 7,1 bilhões em NTN-F para dar algum chão à curva (CNN Brasil, Exame). **Detalhe que diz muito: o Ibovespa fechou 8,1% abaixo da véspera do 1º turno. O mercado não devolveu só o prêmio associado a Flávio; também incorporou um prêmio de risco adicional associado às expectativas para o novo mandato.**

Pelos levantamentos que conseguimos verificar, foi a quinta maior queda diária do Ibovespa desde o Plano Real, atrás de 10/09/1998 (-15,82%, crise russa), 27/10/1997 (-14,98%, crise asiática), 12/03/2020 (-14,78%) e 16/03/2020 (-13,92%), as duas da pandemia. Pior que qualquer dia de 2008 (-11,39% em 15/10/2008) e que o Joesley Day (-8,79%). E a diferença mais importante: as quatro maiores foram crises globais. A de 26 de outubro teve origem doméstica.

Em desvios-padrão, é ainda mais estranho. Nos 12 meses anteriores, a volatilidade diária do Ibovespa foi de 1,23% (19,5% ao ano, cálculo TAG). **A queda de segunda, em retorno logarítmico de -14,9%, equivale a 12,2 desvios-padrão. Numa distribuição normal, um dia assim aconteceria uma vez a cada 10 elevado a 31 anos, algo como 10 elevado a 21 vezes a idade do universo**. O mundo, claro, não é normal. Com caudas gordas (t de Student com 3 graus de liberdade e a mesma volatilidade), vira um evento a cada 34 anos; com 4 graus, a cada 120 anos. No câmbio, cerca de 12 desvios. Na realidade, o Brasil teve cinco dias assim em 32 anos de Plano Real, quase todos trazidos de fora. **Este veio de dentro, e isso muda o diagnóstico: o choque teve origem doméstica.**

Os dois balanços esgarçados

A vitória de Lula, sozinha, não explica -13,88%. O que explica é o ponto de partida: os dois lados da economia chegam a 2027 com o balanço no limite.

O setor público: a dívida bruta está em 82,9% do PIB (R$ 11,1 trilhões, agosto, Banco Central). O déficit primário de 12 meses é de 0,62% do PIB, os juros nominais somam 8,86% do PIB (R$ 1,18 trilhão, cerca de R$ 3,2 bilhões por dia) e o déficit nominal chega a 9,48% do PIB. **A IFI calcula que**

seria preciso um superávit primário de 2,4% do PIB para estabilizar a dívida. Saindo de -0,62%, o ajuste é de cerca de 3 pontos do PIB, algo como R$ 400 bilhões por ano (3,02% de um PIB de R$ 13,4 trilhões). Nenhum programa da campanha chegou perto disso, e o de Lula não propõe reforma da Previdência.

O setor privado: as famílias devem 49,9% da renda de 12 meses, igualando o recorde da série do Banco Central (julho). O comprometimento da renda com o serviço da dívida chegou a 28,9% em junho, recorde da série iniciada em 2011. A inadimplência das famílias bateu 8% em agosto, outro recorde, com juro médio de 61,7% ao ano no crédito livre. Nas empresas, a Serasa contou 9,1 milhões de CNPJs inadimplentes em junho, o maior número da série, e 2025 teve o recorde de 2.466 empresas em pedidos de recuperação judicial.

Esse é o ponto central desta carta. Numa desaceleração normal, um balanço segura o outro: quando famílias e empresas param de gastar, o governo gasta; quando o governo aperta, o setor privado toma crédito. **No Brasil de 2027, nenhum dos dois tem espaço. Por isso o risco é não linear. A economia não desacelera em linha reta; anda devagar até que, de repente, para.** Rudi Dornbusch resumiu: a crise demora muito mais para chegar do que você imagina, e depois acontece muito mais rápido do que você pensava. Guillermo Calvo deu nome ao fenômeno em 1998: parada súbita.

O que Richard Koo nos ensina

Richard Koo, economista-chefe do Nomura Research Institute, publicou em 2003 Balance Sheet Recession, sobre o Japão pós-bolha. Quando uma bolha financiada por dívida estoura, o ativo cai e a dívida fica. O Japão perdeu cerca de ¥ 1.500 trilhões em ações e imóveis. Empresas que ainda geravam caixa, com o balanço no vermelho, pararam de maximizar lucro e passaram a minimizar dívida. Cada uma fazia a coisa certa; todas juntas derrubavam a demanda. É a falácia da composição. O juro foi a zero e ninguém tomou crédito, porque quem está quebrado não pega empréstimo a preço nenhum. O que evitou a depressão foi o governo tomando emprestada a poupança que sobrava. Quando o Japão tentou consolidar cedo demais, em 1997, a economia afundou e o déficit cresceu: pelos números do Ministério das Finanças reproduzidos por Koo, os apertos prematuros de 1997 e 2001 custaram ¥ 103 trilhões de déficit adicional.

O que isso nos ensina? Três coisas, nenhuma confortável. **Primeiro, o remédio de Koo pressupõe um governo com balanço saudável, financiado na própria moeda, com juro perto de zero e uma**

montanha de poupança doméstica. O Japão tinha tudo isso. O Brasil paga mais de 9% de juro real e já gasta quase 9% do PIB só com juros.

Segundo, aqui o roteiro pode rodar ao contrário. Se famílias e empresas entrarem em desalavancagem forçada, e a inadimplência e as recuperações judiciais sugerem que já entraram, o governo não tem como ocupar o espaço. Se tentar, o prêmio de risco sobe, o juro sobe e o balanço privado aperta mais. **O remédio vira veneno quando o médico também está internado. É uma recessão de balanço dupla, sem o amortecedor que salvou o Japão.**

Terceiro, a política monetária perde força nos dois sentidos. Juro alto não freia o devedor desesperado, que rola a dívida a qualquer taxa, e juro baixo não reanima quem está pagando dívida. **Com déficit nominal de 9,5% do PIB, o risco de dominância fiscal, tema da nossa carta de julho, deixa de ser teoria.**

A árvore probabilística de Lula 4

- **Galho 1**, 15%: Lula não termina o mandato. Por saúde (completou 81 anos em 27 de outubro e passou por cirurgia de emergência para drenar um hematoma intracraniano em dezembro de 2024), impeachment ou pressão externa. Assume Geraldo Alckmin. A composição deste Congresso pode influenciar a dinâmica de governabilidade, embora 342 votos na Câmara e 54 no Senado sigam sendo uma barreira alta. Este cenário é tido como positivo para os rumos da política econômica e para os ativos de risco.
- **Galho 2**, 85%: Lula termina o mandato, por dois caminhos.
    - **Galho 2a,** 50%: **desaceleração gradual e medíocre**, sem choques. Crescimento entre 1% e 1,5% ao ano, inflação acima da meta, Selic alta por mais tempo, dívida subindo de 3 a 4 pontos do PIB por ano e real se desvalorizando devagar. Uma década perdida em câmera lenta.
    - **Galho 2b**, 35%: **parada súbita com inflação**. Câmbio em overshooting, expectativas desancoradas, Banco Central obrigado a subir juros com a economia já caindo (e não subindo, até talvez cortando), crédito travado e recuperações judiciais em série. Já vimos esse filme: em 2015 e 2016 o PIB caiu 3,5% e 3,3%, a inflação de 2015 foi de 10,67% e a Selic chegou a 14,25%. Só que a dívida, desta vez, parte de 83% do PIB, e não de pouco mais de 50%, como em 2013. Cabe lembrar que temos, adicionando insulto à injúria, uma grande defasagem no preço dos combustíveis, ou seja, tem inflação represada.

Condicionando ao mandato completo, são 59% para o caminho medíocre e 41% para a parada súbita. **Dado que Lula fica, a chance de um acidente é pouco menor que a de cara ou coroa.**

As consequências macro são opostas. No galho 1, o prêmio de risco se comprime de uma vez. No 2a, o país vive de carrego, com juro real alto e lenta erosão da moeda. **No 2b, tudo o que é doméstico e alavancado sofre junto. É o galho que define a carteira, porque é o único em que as perdas são permanentes.**



O que fazer com o patrimônio?

No galho 1 (15%), ganham prefixados e NTN-Bs longas, bolsa doméstica cíclica (bancos, varejo, construção, small caps) e o real. **No galho 2a (50%), ganham o pós-fixado para liquidez, NTN-Bs curtas e intermediárias, que pagam inflação mais 8% sem precisar de milagre, crédito isento de alta qualidade, com muita seletividade, e bolsa defensiva: exportadoras, elétricas e saneamento com receita indexada e boas pagadoras de dividendos. No galho 2b (35%), ganham o dólar fora do Brasil, o ouro, o Tesouro Selic e as NTN-Bs curtíssimas; na bolsa, só exportadoras dolarizadas com caixa líquido. Ali, fuja de prefixado longo, crédito high yield, FIDCs de consumo, varejo e imobiliário.**

O Termômetro de novembro traduz isso em números. **IPCA segue no topo da escala (+2), mas com duration menor: na carteira de referência, o IMA-B 5 volta de 30% para 50% da parcela em inflação, o IMA-B cai de 40% para 30% e o IMA-B 5+ de 30% para 20%. Bolsa Brasil volta de +0,5 para neutro, concentrada em valor e retorno absoluto, e o mercado imobiliário também volta para neutro. Multimercados descem de -1 para -2. O BRL/USD vai de -0,5 para -1, a leitura mais negativa para o real desde pelo menos o início de 2025. Crédito HG (-2) e HY (-1) seguem negativos.**

Uma casa vai contra a corrente: o prefixado sobe de +0,5 para +1, o maior nível desde abril de 2025. Não é teimosia. Com o DI janeiro 2028 a 14,8% e o janeiro 2031 acima de 15%, contra uma Selic de 13,75%, a curva passou a cobrar juros de parada súbita. Nos galhos 1 e 2a, que somam 65%, a curva tende a devolver esse prêmio e o prefixado ganha; no 2b, perde. Aqui entendemos que a parcela pré-fixada é um seguro contra a parada súbita, o Brasil **possivelmente ruma para uma estagflação, e a função de reação deste Banco Central, ao nosso ver, será mirar atividade e não inflação, ou seja, ele corta juros com vontade.**

Qual ativo é antifrágil?

Taleb separa três coisas: o frágil, que quebra com o choque; o robusto, que resiste; e o antifrágil, que ganha com ele. NTN-B curta e Tesouro Selic são robustos: aguentam quase tudo, mas não ganham com a desordem. Bolsa doméstica e prefixado longo são frágeis, como o dia 26 provou. **O antifrágil, para quem tem patrimônio em reais, é a moeda forte fora do sistema brasileiro, com o ouro ao lado. Quanto pior o Brasil, melhor eles vão. No dia 26, uma carteira com 30% em dólar ganhou cerca de 2,5 pontos percentuais só com o câmbio (30% x 8,21%), o suficiente para compensar uma posição de quase 18% em bolsa brasileira.**

A estrutura que propomos é a velha barra de Taleb: de 85% a 90% do patrimônio em ativos robustos e antifrágeis (moeda forte, ouro, NTN-B curta, Tesouro Selic) e de 10% a 15% em posições convexas, que perdem pouco se der errado e ganham muito se o galho 1 acontecer, como prefixado longo e bolsa doméstica. **Não sabemos qual galho virá. A carteira precisa sobreviver ao pior e ainda ter bilhete para o melhor.**

E o offshore? Deve sair dos 30%?

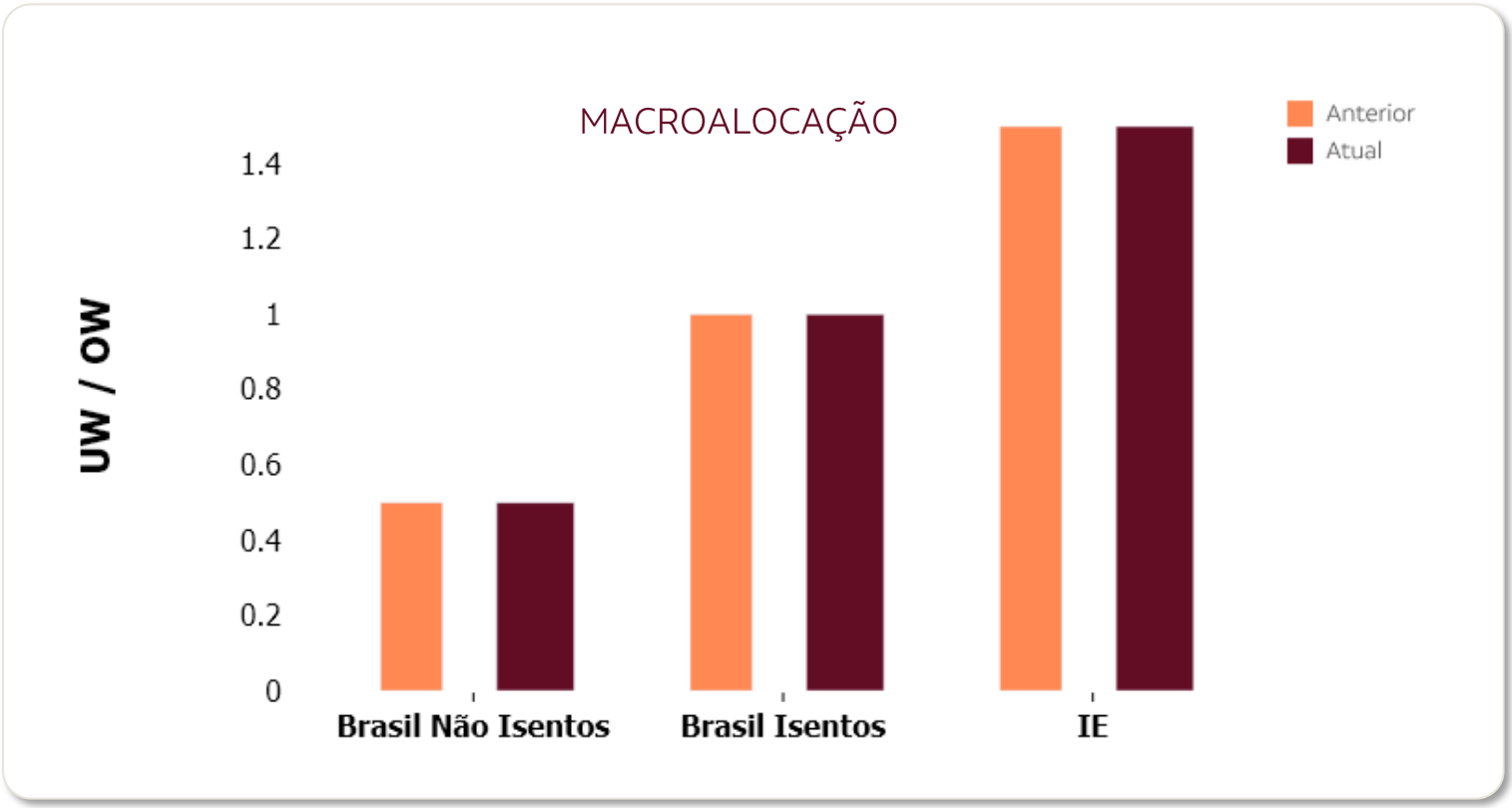
Sim. **Na prática, recomendamos levar a parcela em moeda forte de 30% para 40% do patrimônio, e para 45% a 50% nas famílias sem compromissos relevantes em reais nos próximos anos.** O Brasil é cerca de 1% dos ativos investíveis do mundo; manter 60% do patrimônio aqui já é uma aposta enorme no país.

Duas ressalvas, no espírito desta casa. Primeira: o dólar subiu 8% em um dia, e correr atrás de preço é a forma mais cara de fazer a coisa certa. A migração deve ser feita em tranches ao longo dos próximos seis meses, aproveitando os dias de alívio do real, que virão. Segunda: o seguro tem prêmio. Sair de um CDI de 13,65% custa vários pontos de carrego por ano. **O offshore não está na carteira por ter o maior retorno esperado; está porque é o único ativo que paga quando o galho de 35% acontece. Para os fundos de pensão, vale o limite de 10% no exterior da Resolução CMN 4.994, e o mesmo raciocínio se aplica dentro do mandato: menos duration, mais proteção.**

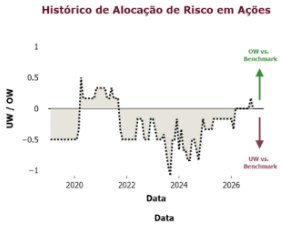
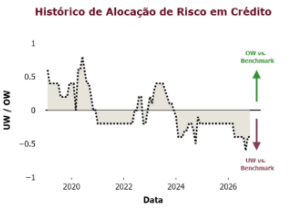
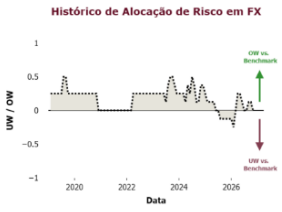
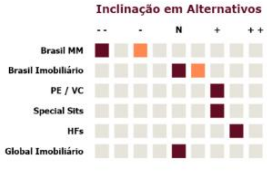
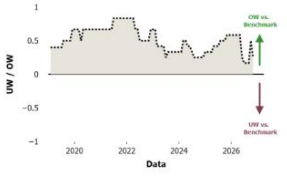
Para encerrar

Taleb escreveu que o vento apaga uma vela e alimenta o fogo. O vento de 26 de outubro apagou muita vela: quem estava alavancado em Brasil, quem confiou nas pesquisas e nos modelos estatísticos e se arriscou mais do que deveria. E alimentou o fogo de quem tinha moeda forte, ouro e paciência. A próxima rajada pode vir em 2027 ou em 2028, de dentro ou de fora. **A conta sempre chega. Desta vez, chegou no dia seguinte.**

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.

	ALOCAÇÃO 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.

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Patrimônio

abvcap | ANBIMA

Fundo de Acordo com o Código da ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos