



Hashdex

Carta Mensal

Setembro: Alta contra o vento

Outubro, 2026



Comentários do Gestor

O roteiro macro do mês que passou foi hostil para ativos de risco, e cripto reagiu pouco a ele. Em setembro, o Federal Reserve subiu os juros pela primeira vez desde 2023, o Banco do Japão levou sua taxa ao maior nível em 31 anos, o Treasury de 10 anos rompeu 5%, e o Senado americano postergou o CLARITY Act. Ainda assim, o Nasdaq CME Crypto Index (NCI) avançou 6,61% no mês, o segundo ganho mensal consecutivo, e superou o Bitcoin (BTC) por três semanas seguidas.

O aperto monetário foi o tema forte do mês, com FOMC elevando a taxa básica em 25 pontos-base, para 3,75%-4,00%, em decisão unânime (a primeira alta desde julho de 2023). O presidente Kevin Warsh foi direto ao afirmar que "a inflação está alta demais, e há tempo demais". O CPI de agosto, divulgado dias antes do aumento das taxas, havia acelerado a 3,4% em 12 meses, puxado pela energia, com o petróleo de volta acima de US\$ 100 após novos ataques americanos ao Irã, e as projeções do comitê passaram a indicar mais uma alta até o fim do ano. Dois dias depois, o BOJ subiu sua taxa a 1,25%, o maior nível desde 1995, retirando mais um pilar de liquidez global.

Os juros longos reagiram de imediato: o Treasury de 10 anos encerrou o mês acima de 5,2%, na maior alta mensal desde setembro de 2023, e o dólar se fortaleceu. O S&P 500 recuou 0,45%, com o setor financeiro liderando as perdas, enquanto o Nasdaq-100 avançou 3,23%, sustentado por resultados ligados à IA e semicondutores. O ouro foi a principal vítima da reprecificação dos juros e caiu 6,84%, para perto de US\$ 4.300 por onça, devolvendo boa parte do ganho de agosto. Em um ambiente de juro real em alta e dólar forte, o metal se comportou como o manual prevê.

Cripto não teve comportamento similar, com o BTC subindo 5,83% em um mês de duas metades: na primeira quinzena, o ativo cedeu à combinação de inflação, petróleo e expectativa de alta de juros, aproximando-se de US\$ 77.000 na semana do CPI, e os ETFs de Bitcoin à vista nos EUA registraram saídas de cerca de US\$ 750 milhões nos dois dias em torno da votação do CLARITY Act. A virada veio a partir de 17 de setembro, com a alta do Fed já dada e a decisão do Senado consumada: os mesmos veículos captaram cerca de US\$ 6,6 bilhões nas duas últimas semanas, incluindo US\$ 1 bilhão em um único dia em 21 de setembro, a maior entrada diária desde a máxima histórica de outubro de 2025. Com isso, o saldo acumulado de 2026 nesses ETFs voltou ao terreno positivo, revertendo um déficit que chegou a US\$ 5,7 bilhões em julho. Em paralelo, tivemos outros episódios relevantes, como a Strategy retomando as compras após dez semanas e a Câmara aprovando o projeto que codifica a reserva estratégica de BTC, travando por 20 anos os ativos obtidos em apreensões.

Além disso, o token da rede Ethereum (ETH) ganhou 7,54%, sendo o único ativo do NCI positivo na semana. Vale citar que a próxima grande atualização da rede foi agendada para a testnet Sepolia em 6 de outubro, com o lançamento em sua mainnet previsto para o quarto trimestre. Entre os demais constituintes, SOL avançou 13,07%, em um mês em que a rede triplicou o tamanho máximo das transações e começou a testar uma atualização que reduz o tempo de liquidação de 12 segundos para 150 milissegundos. Os constituintes de menor peso lideraram: XLM subiu 26,29%, LINK 24,76%, BCH 23,25% (com salto de 33% apenas na última semana do mês) e ADA 21,60%. Com isso, todos os oito constituintes além do BTC superaram o próprio BTC no mês.



Nos índices temáticos, a amplitude de agosto se manteve: Decentralized Finance (DEFI) liderou o universo com 31,04%, seguido por Digital Culture (META), com 25,24%, e Smart Contract Platforms (WEB3), com 24,20%, todos muito à frente do NCI. O DEFI passou a acumular 25,40% em 2026, de longe o melhor resultado do bloco cripto no ano. Risk Parity Momentum (HAMO) subiu 18,62% e praticamente zerou a perda do ano (-0,41%). A estratégia Gold Bitcoin Risk Parity ficou estável (-0,02%): a queda do ouro anulou quase exatamente a alta do BTC, um retrato fiel do descolamento que discutimos a seguir.



Os Dois Relógios do BTC: Ouro e Cripto se Separaram

A tabela abaixo ordena o universo pelo desempenho do mês. Em setembro, a direção inverte a lógica de agosto, quando ouro e cripto subiram juntos pelos mesmos vetores: juros longos em queda e dólar fraco. Desta vez, o ouro fechou na lanterna e todo o universo cripto terminou no positivo.

Ativo/Índice	Setembro 2026	Acumulado no Ano
Decentralized Finance (DEFI)	+31,04%	+25,40%
XLM	+26,29%	+12,99%
Digital Culture (META)	+25,24%	+9,32%
LINK	+24,76%	+16,28%
Smart Contract Platforms (WEB3)	+24,20%	-2,55%
BCH	+23,25%	-48,49%
ADA	+21,60%	-27,30%
Risk Parity Momentum (HAMO)	+18,62%	-0,41%
SOL	+13,07%	-5,31%
ETH	+7,54%	-10,07%
XRP	+7,18%	-18,55%
Nasdaq CME Crypto Index (NCI)	+6,61%	-6,18%
HYPE	+7,53%	+254,83%
BTC	+5,83%	-4,41%
Nasdaq-100	+3,23%	+20,43%
Gold Bitcoin Risk Parity	-0,02%	-0,49%
S&P 500	-0,45%	+11,77%
Ouro	-6,84%	-4,00%

Note que a melhor quinzena do NCI foi justamente aquela em que se concentraram as piores notícias: duas altas de juros e a postergação do marco regulatório mais aguardado pela indústria, sendo a explicação mais provável é que elas já estavam no preço e que faltam vendedores marginais. A amplitude aponta na mesma direção: com os oito constituintes de menor peso e os três índices temáticos à frente do BTC, o que se vê não parece uma rotação defensiva para o ativo mais líquido, mas apetite por risco dentro da própria classe.



Uma forma útil de organizar o que aconteceu é pensar que BTC pode estar operando em dois relógios. Em janelas de semanas, ele responde a liquidez, fluxos e posicionamento, e negocia como ativo de risco. Em janelas de anos, responde à oferta fixa contra moedas que podem ser discricionariamente emitidas, e negocia como reserva de valor. Em setembro, o relógio longo apontava contra o ativo: juros em alta e dólar forte derrubaram o ouro, o representante maduro da mesma tese. Mas o relógio curto dominou, movido pela exaustão dos vendedores, pelo retorno dos fluxos e por um avanço regulatório que veio pelos reguladores, e não pelo Congresso: a SEC criou um regime para negociação on-chain de ações tokenizadas, a CFTC autorizou as firmas sob sua jurisdição a investir em ativos tokenizados e a Câmara aprovou a reserva estratégica. O mercado pode ter concluído que a estrutura de mercado avança mesmo sem o CLARITY Act.

Convém ser honesto com a tensão que isso cria para a tese no curto prazo. Se ouro e BTC vivem uma fase de correlação relativamente alta quando a análise é sobre horizontes mais longos, o descolamento de setembro mostra que essa relação não é sempre observável em horizontes mensais, o que explica por que alocadores com modelos maduros para o ouro por vezes se confundem ao tentar enquadrar o BTC. Por mais que ele possa ser entendido como uma alternativa emergente de se tornar uma espécie de "ouro digital", essas alternativas devem se dimensionar como tal, em alocações de um dígito, mantidas como posição estratégica e rebalanceadas com disciplina. E diferentemente da sua contraparte tradicional, ainda há um lado do dólar que o ouro não captura: enquanto a desdolarização avança nos cofres dos bancos centrais, a dolarização avança nas blockchains, com o estoque de stablecoins acima de US\$ 300 bilhões e a atividade on-chain praticamente estável em um ano em que o valor de mercado de crypto caiu pela metade. Para o investidor de índice, as plataformas de smart contracts onde esses dólares são liquidados são a outra metade da carteira, ao lado do BTC, e um índice bem construído captura a escassez e a distribuição sem exigir a escolha de qual lado a próxima década vai recompensar.

Olhando à Frente: Outubro e o Segundo Teste dos Juros

Ao entrarmos em outubro, quatro fatores devem definir se a resiliência de setembro se sustenta:

A segunda alta do Fed: As projeções do FOMC indicam mais 25 pontos-base até dezembro, e o CPI de setembro dirá se essa alta se confirma. Crypto absorveu a primeira sem sobressaltos; a questão é se o mesmo vale para um ciclo de aperto mais longo, com o Treasury de 10 anos já acima de 5%.

Regulação pelos reguladores: Com o CLARITY Act travado por uma disputa sobre ética, e não sobre a divisão de competências entre SEC e CFTC, o caminho da estrutura de mercado passa a ser administrativo. As primeiras plataformas de ações tokenizadas sob o novo regime da SEC podem surgir no próximo trimestre, e uma renegociação do texto no Senado não pode ser descartada.

Fluxos como confirmação: As entradas de US\$ 6,6 bilhões em duas semanas levaram o acumulado de 2026 ao positivo. A sustentação desse ritmo com BTC na faixa de US\$ 80.000 a US\$ 88.000 pode ser o melhor termômetro para distinguir o reposicionamento estrutural de um movimento tático.

Ouro e BTC: Se os juros seguirem subindo e BTC mantiver o patamar, o argumento de uma demanda independente da tese de debasement ganha força. Se o ouro se recuperar e BTC acompanhar, a correlação de agosto volta ao centro. Qualquer dos dois cenários é informativo.



Setembro não resolveu o ano, e o NCI ainda acumula queda de 6,18% em 2026. Mas o mês pode ter mostrado algo que agosto não mostrou: cripto subiu sem a ajuda do vento macro, e com o ouro soprando em sentido contrário. Se outubro confirmar fluxos e regulação, a alta contra o vento pode deixar de ser uma anomalia para se tornar o sinal mais claro do ano de que a demanda pela classe deixou de depender de um único relógio.



Performance do NCI (USD) 12 meses -31,08%



Fonte: Hashdex Asset Management - 30 de setembro de 2025 a 30 de setembro de 2026

Performance do NCI (USD) Setembro +6,61%



Fonte: Hashdex Asset Management - 31 de agosto de 2026 a 30 de setembro de 2026





Hashdex

Notas do CIO

As duas faces do dólar — e por que cripto está em ambas



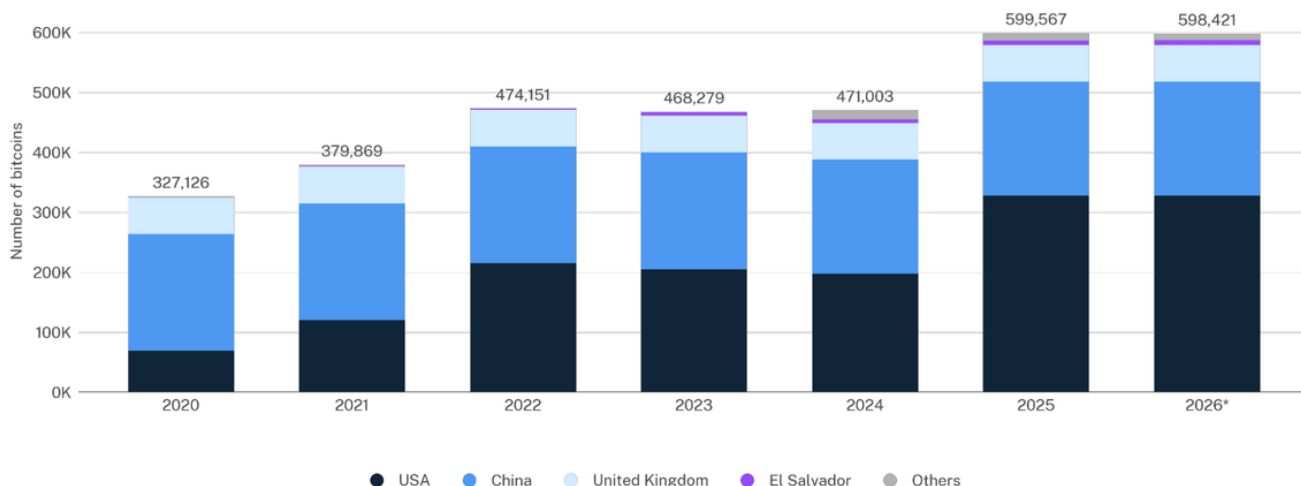
Samir Kerbage
Chief Investment Officer

Em seu último memorando, Howard Marks escreve sobre o Tesouro americano recomprando seus próprios títulos de longo prazo para segurar os juros. Ele chamou isso de "aplicar uma bolsa de gelo em um paciente com febre". Perto do final, um amigo pergunta se deveria vender suas ações, ao que Marks responde que não, afinal, vender para ficar em caixa em dólar não elimina o risco do dólar. Se você quer fazer algo a respeito desse risco, ele afirma, talvez precise possuir ativos em outras moedas, ouro, imóveis fora dos EUA, empresas fora dos EUA... ou criptoativos.

Marks mencionou cripto em 14 memorandos desde 2017. No primeiro, ele chamou as moedas digitais de "nada além de uma moda infundada (ou talvez até um esquema de pirâmide)". Em 2021, ele admitiu que seu ceticismo não tinha se confirmado até então. A maioria das outras menções foi cética, e várias citaram cripto como sinal de euforia excessiva do mercado. Este é o primeiro de seus memorandos em que encontro cripto aparecendo como algo que um investidor poderia possuir por razões de portfólio, em resposta a um risco específico. Para mim, isso diz muito sobre o progresso que a tese cripto fez nos últimos 10 anos.

Passei parte de setembro refletindo sobre essa mesma questão. Em um retiro de private wealth, participei de um painel que discutia se o mundo está silenciosamente se afastando do dólar. Minha resposta foi que ouro e bitcoin são duas expressões da mesma decisão: possuir algo que nenhum governo pode simplesmente emitir mais. O ouro é a versão madura, e os bancos centrais são seus maiores compradores institucionais, enquanto o Bitcoin é a versão inicial e volátil, favorecida por investidores mais jovens. Ainda não é o ouro digital, mas nossa tese de investimento é que, com o tempo, à medida que nossa sociedade se torna cada vez mais digital e a mudança geracional acontece, ele pode ser adotado amplamente como reserva de valor. Então, você pode pensar nele como uma opção sobre se tornar o ouro digital, e deve ser dimensionado de acordo com isso.

Gráfico 1 — Bitcoin em posse de governos (saldo de fim de ano)



Os dados de tesouraria de bitcoin incluem não apenas compras, mas também bitcoins apreendidos. Os países incluídos em "Outros" são: Butão, Emirados Árabes Unidos, Cazaquistão, Finlândia, Venezuela e Taiwan. Alguns países, como a Ucrânia (46 mil BTC), foram excluídos porque suas posições não fazem parte do tesouro nacional. Preparado pela Hashdex Asset Management com dados da Bitcoin Treasuries, de 31 de dezembro de 2020 a 30 de setembro de 2026.

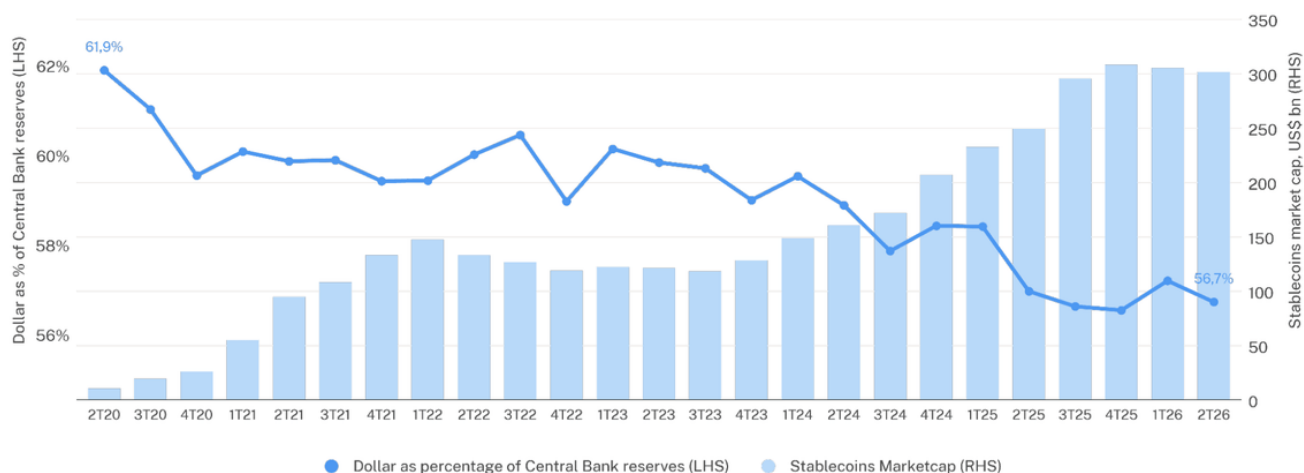
Na semana passada, tive uma conversa com um alocador institucional que possui um modelo econométrico para decidir quanto ouro possuir, mas ainda tem dificuldade em avaliar o bitcoin e se ele deveria fazer parte do portfólio. É um argumento justo, dado o histórico relativamente curto do bitcoin e as frequentes mudanças em suas correlações de preço, o que dificulta estabelecer relações estatísticas robustas com outros ativos.



Eis como penso sobre bitcoin. É uma reserva de valor emergente que se comporta como dois ativos diferentes dependendo do período que você observa, e às vezes até dependendo da semana. No fim de janeiro, quando os mercados reprecificaram para um cenário de juros mais altos após a indicação do próximo presidente do Fed, o bitcoin caiu mais de 30% em nove dias, negociando como um ativo de risco. Quando o Tesouro anunciou que dobraria suas recompras de títulos de longo prazo em 19 de agosto, ele subiu quase 20% em três dias junto com o ouro, enquanto as ações de tecnologia recuavam. Naquele momento, o bitcoin negociava como reserva de valor. Ao longo de anos, ele é uma proteção contra a desvalorização monetária: um ativo de oferta fixa mantido contra moedas que sempre podem ser expandidas. A história de 10 semanas é principalmente sobre liquidez, e a história de 10 anos é sobre oferta. E embora ambas possam ser verdadeiras, um erro comum é deixar que o ruído de curto prazo leve os investidores a descartar a tese de longo prazo.

O que acho que a maioria dos investidores não percebe é a outra metade da história do dólar: a desdolarização pode estar acontecendo nos cofres dos bancos centrais, mas a dolarização está acontecendo nos bolsos das pessoas, e cada vez mais em blockchains, que já somam mais de US\$ 300 bilhões em dólares tokenizados, ou stablecoins, em circulação. Como o GENIUS Act exige que elas sejam lastreadas um a um em caixa e títulos do Tesouro de curto prazo, a maior parte dos novos crypto dollars acaba se tornando demanda por títulos do Tesouro americano de curto prazo... e uma forma de levar o dólar a lugares que os bancos não alcançam.

Gráfico 2 — Dólar como porcentagem das reservas dos bancos centrais



Os dados da reserva em USD nos bancos centrais são do sistema Treasury International Capital (TIC). A capitalização de mercado das stablecoins representa o valor total emitido em stablecoins e não indica impacto nas reservas dos bancos centrais. Elaborado pela Hashdex Asset Management com dados do TIC e da Messari, de 30 de junho de 2020 a 30 de junho de 2026.

O último relatório de adoção da Chainalysis mostra de onde vem essa demanda. Nos doze meses até junho, o valor de mercado de crypto caiu pela metade, mas a atividade econômica on-chain recuou apenas 1,6%, com transferências transfronteiriças de stablecoins subindo 77,5%, em pagamentos que giram em média em torno de US\$ 3.000, vindos de pessoas pagando fornecedores, enviando dinheiro para casa, ou, nas palavras da Chainalysis, "tirando suas economias de uma moeda em que não confiam mais". Curiosamente, a economia crypto da América Latina cresceu quase 10%, enquanto a do mundo encolheu: a da Venezuela mais que dobrou, e o Brasil ficou em primeiro lugar entre 117 países. Onde as pessoas têm motivo para se preocupar com inflação e repressão financeira, o crypto dollar se tornou a saída.



Um americano preocupado com o dólar não ganha nada com uma stablecoin em dólar; o que ele buscaria é o ativo escasso. Para o brasileiro, quem tem dólar já deu o primeiro passo ao diversificar sua exposição ao Real. Mas ainda está exposto à desvalorização da moeda americana. Ouro e bitcoin são, portanto, o segundo passo natural, permitindo reduzir a exposição a qualquer moeda que possa ser emitida à vontade. Por isso vejo cripto dos dois lados da questão do dólar: as stablecoins ampliam o alcance global do dólar, e o bitcoin é uma posição contra a sua desvalorização. Se os poupadores americanos algum dia comesçassem a pensar em sua moeda da forma como os poupadores de mercados emergentes pensam (e não acho que estejamos nem perto disso), a curva de adoção seria muito diferente da que estamos vendo hoje.

Então eu concordo com o Howard Marks. Cripto entra na lista do que considerar num mundo de dólar mais fraco, e a ressalva dele também: sair do dólar não deve ser feito "em grande escala". Mas a tese não é só bitcoin. Um índice bem construído dá acesso ao bitcoin, para o lado da escassez, e às redes de contratos inteligentes onde stablecoins e ativos tokenizados são liquidados, para o lado da distribuição, sem precisar decidir qual dos dois a próxima década favorece, ou quais outras teses de investimento em ativos digitais vão florescer nos próximos anos. Para a maioria das carteiras, isso significa uma alocação de um dígito, mantida como posição estratégica, e não como trade, com rebalanceamento disciplinado para colocar a volatilidade para trabalhar. Nos EUA, os assessores com quem converso estão alocando entre 3% e 5%. No Brasil, onde o CDI ainda paga muito sem risco, o mais comum é entre 1% e 3%, e faz sentido que seja menor.

A desdolarização está acontecendo nos cofres dos bancos centrais. A dolarização está acontecendo nos bolsos dos mercados emergentes. Cripto está dos dois lados.



Este material foi preparado pela Hashdex Gestora de Recursos Ltda. (“Hashdex”) e tem caráter meramente informativo. As informações aqui contidas não devem ser entendidas como colocação, distribuição ou oferta de cotas de fundo de investimento ou qualquer outro valor mobiliário, e não representam garantia de rentabilidade sobre qualquer investimento. A Hashdex não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Leia o material informativo e o regulamento do fundo de interesse antes de investir, sobretudo os fatores de risco. Criptoativos, em especial, apresentam riscos específicos, detalhados nos regulamentos dos fundos geridos pela Hashdex. Quaisquer decisões de investimento devem ser precedidas de análise quanto aos objetivos e necessidades individuais, de modo que recomendamos a consulta a assessores de investimentos e/ou outros profissionais especializados antes de um investimento. A aplicação em fundos de investimento apresenta riscos para os investidores, podendo resultar em significativas perdas patrimoniais e na consequente perda do capital aplicado. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor do crédito – FGC. A CVM e a ANBIMA não garantem a veracidade das informações prestadas, tampouco fazem julgamento sobre a qualidade dos fundos, do administrador, do gestor e demais prestadores de serviço ou das cotas a serem distribuídas. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Hashdex. Os documentos relevantes dos fundos e mais informações podem ser encontrados em <https://www.hashdex.com>.

Nasdaq® é uma marca registrada da Nasdaq, Inc. As informações acima são fornecidas apenas para fins informativos e educacionais, e nada contido aqui deve ser interpretado como aconselhamento de investimento, seja em nome de um ativo digital ou de uma estratégia global de investimento. Nem a Nasdaq, Inc. nem qualquer uma de suas afiliadas faz recomendações para comprar ou vender qualquer ativo digital, nem faz qualquer representação sobre a condição financeira de um ativo digital. Declarações sobre índices proprietários da Nasdaq não são garantias de desempenho futuro. Os resultados reais podem diferir materialmente dos expressos ou implícitos. O desempenho passado não é indicativo de resultados futuros. Os investidores devem realizar sua própria due diligence e avaliar cuidadosamente os ativos antes de investir. RECOMENDA-SE OBTER UM ACONSELHAMENTO DE UM PROFISSIONAL FINANCEIRO.

OS DADOS DO ÍNDICES DA CF BENCHMARKS LTD. SÃO USADOS SOB LICENÇA COMO FONTE DE INFORMAÇÕES PARA CERTOS PRODUTOS DO GRUPO DA HASHDEX ASSET MANAGEMENT LTD. (“GRUPO HASHDEX”). A CF BENCHMARKS LTD, SEUS LICENCIADORES E AGENTES NÃO TÊM OUTRA LIGAÇÃO AOS PRODUTOS E SERVIÇOS DO GRUPO HASHDEX E NÃO PATROCINAM, ENDOSSAM, RECOMENDAM OU PROMOVEM QUAISQUER PRODUTOS OU SERVIÇOS DO GRUPO HASHDEX. A CF BENCHMARKS LTD., SEUS LICENCIADORES E AGENTES NÃO TÊM OBRIGAÇÃO OU RESPONSABILIDADE EM RELAÇÃO AOS PRODUTOS E SERVIÇOS DO GRUPO HASHDEX. A CF BENCHMARKS SEUS LICENCIADORES E AGENTES NÃO GARANTEM A PRECISÃO E/OU A INTEGRALIDADE DE QUALQUER ÍNDICE LICENCIADO AO GRUPO HASHDEX E NÃO TERÁ QUALQUER RESPONSABILIDADE POR QUAISQUER ERROS, OMISSÕES OU INTERRUPÇÕES RELACIONADAS A ESTE.

