O order flow, o que é realmente, a minha opinião, o que mede e que lugar ocupa.

De todas as ferramentas que se puseram de moda no trading dos últimos anos, o order flow é das que mais se nomeiam e das que menos se entendem claramente. Vende-se em cursos como a arma secreta, mostra-se em ecrãs cheios de números e cores que impressionam quem não leva anos no trading, e a maioria dos que o usam não saberia explicar o que está a olhar exatamente.

Portanto, neste documento vou explicar o que é o order flow de verdade para alguém que não tem ideia ou que apenas o ouviu de passagem, vou dizer o que mede, com que ferramentas se olha, o que não pode medir por mais que o prometam, e o lugar honesto que lhe corresponde dentro de uma operacionalidade séria, porque é uma ferramenta que tem coisas aproveitáveis e ao mesmo tempo umas limitações enormes que considero para uma operacionalidade séria dos mercados especulativos atuais.

Começo pela definição básica: o order flow, como diz o próprio nome, é o estudo do fluxo de ordens executadas, ou seja, das transações que já ocorreram no mercado. A ideia base é esta: o preço não se move porque sim, cada movimento, por pequeno que seja, é o resultado de execuções reais entre dois lados. Em todo o momento há participantes à espera com ordens colocadas a preços concretos, uns à espera de comprar mais abaixo e outros à espera de vender mais acima, e há participantes que não esperam, que executam de imediato contra o que estiver disponível. Aos que esperam chama-se o lado passivo e aos que executam de imediato chama-se o lado agressivo. E toda a transação do mercado é o encontro de um agressivo com um passivo, alguém que quis já contra alguém que estava à espera. Então o order flow o que estuda é essa sequência de encontros: quanto se executou, a que preço, e que lado foi o que agrediu, se a agressão foi compradora ou vendedora. Essa é toda a matéria-prima desta ferramenta: transações executadas com o seu volume, o seu preço e a sua direção de agressão, juntamente com um panorama das passivas, ou seja, limitadas.

Agora sobre as ferramentas concretas com as quais se olha esse fluxo, porque o order flow não é um indicador único. Eu próprio, ao início, há anos, e muitos também, pensávamos que é uma ferramenta única e pronto, mas não: é uma família de leituras de diversas ferramentas, mas todas com o mesmo princípio — rastrear e concluir algo sobre o fluxo de ordens. Para começar está a fita, ou chamada também *tape* em inglês (*time & sales*), que basicamente é a lista em direto de cada transação rastreada executada com a sua hora, o seu preço e o seu tamanho. É a forma mais direta para ver uma ordem agressiva, que atinge as passivas, e esse impacto fica na fita. Está a profundidade de mercado, que mostra as ordens limitadas, ou seja, as passivas, que estão colocadas à espera nos distintos preços (é o pendente que ainda não se executa). Está o *footprint*, que é uma das ferramentas estrela desta família: é, em poucas palavras, uma tentativa de revelar a vela aberta por dentro, mostrando quanto volume se executou em cada nível de preço dentro dessa vela e de que lado veio a agressão em cada nível. Está o *delta*, muito famoso também, que é a subtração entre o volume executado por agressão compradora e o executado por agressão vendedora, um número que resume quem agrediu mais em cada vela. Está o *delta acumulado*, que vai somando essa diferença ao longo da

sessão para ver o saldo total da agressão e para marcar ineficiências ou correlações entre a direção principal e a pressão (de facto, o meu indicador tem-no bastante em conta para dar o sinal diário). Também está o perfil de volume (*volume profile*), que mostra quanto se negociou em cada nível de preço ao longo do tempo, ou numa sessão concreta, marcando os preços onde mais troca existiu. Cada uma destas leituras olha para o mesmo a partir de um ângulo distinto — as transações executadas —, e combinadas montam a radiografia da execução de ordens numa jornada.

Com isso claro, digo-te então o que mede de verdade o order flow: mede execução, presente executado, factos que já ocorreram há segundos ou minutos, e essa é justamente a sua virtude face aos indicadores tradicionais. Porque um indicador clássico é uma fórmula aplicada sobre velas passadas, um cálculo sobre o resultado, não algo que rastreie o resultado atual; enquanto o order flow pelo menos olha para a transação em si de muitos derivados e volumes, a troca de volumes e a reação dos seus lados contrários. Por isso disse que dentro do mundo das ferramentas é das mais decentes que estão disponíveis: permite ver coisas que o gráfico sozinho não mostra; permite ver se um movimento leva volume executado por trás ou se vai a subir vazio; permite ver quando num preço se executa muitíssimo volume agressivo e o preço não se desloca — que é o que se conhece como absorção, sinal de que do lado passivo há uma dimensão a receber tudo sem se mover —; permite ver em que níveis concretos se concentrou o interesse real de uma sessão; e esse tipo de informação, bem lida, acrescenta contexto de qualidade sobre o que está a acontecer na dinâmica de mercado, ver persistência e constância de contraparte, etc.

Pode-se retirar bastante valor, e houve um tempo em que não me cabiam no computador ferramentas de order flow das muitas que usava, e especializei-me muitíssimo nelas, mas hoje em dia é um confirmador da minha tese e projeções, não algo tão dominante.

Agora a outra face: o que o order flow não pode medir pela sua própria natureza, e por que o uso como confirmador e não como algo mais relevante.

Primeiro, nem todo o volume que se imprime, mesmo por muito grande que seja, transporta uma opinião real do preço ou a postura de um participante forte em si, porque uma parte enorme do que se executa nos mercados é fluxo mecânico: coberturas de posições tomadas noutros instrumentos, arbitragens entre plataformas, transferências e ajustes de contratos que se executam porque corresponde e não porque alguém acredite em algo do mercado, ou inclusive armadilhas de institucionais a fazer *spoofing* (ou seja, ordens falsas para depois ir para o outro lado). E no ecrã esse volume sem opinião real imprime-se exatamente igual ao volume com convicção; o *footprint* não traz uma coluna que separe a mecânica do sistema da intenção dos seus participantes, portanto ler força direcional em cada número grande é tomar por decisão o que muitas vezes é simples funcionamento, ou volume antes do contrário.

Segundo, o volume executado não distingue entre abrir e fechar: quando o *delta* mostra agressão compradora forte, essa compra pode ser interesse novo a abrir em alta ou podem ser vendedores anteriores a comprar para sair. Duas coisas com implicações completamente opostas — uma é convicção a entrar e a outra é convicção a acabar —, e o número impresso é idêntico em ambos os casos.

E, terceiro, cada sinal desta ferramenta tem o seu espelho: uma absorção pode antecipar a viragem ou ser apenas a pausa antes da continuação; um *delta* contra o movimento que esteja a dominar pode ser o aviso de inversão ou um simples descanso do preço para continuar na direção que vai a ganhar. O mesmo dado sustenta as 2 conclusões contrárias. Por isso o order flow explica com facilidade qualquer movimento depois de ocorrido e tão pouco enquanto está a ocorrer.

Portanto, se algo aprendi de tudo isso nos meses em que estive a fundo — em que até me encravava o NinjaTrader e o Quantower de tantas abas abertas —, é que os dados são colocados pela ferramenta e podem ter valor, mas o veredito que faz com que funcione ou não funcione acaba por ser colocado pelo critério de quem o olha e usa. Assim, a leitura nunca é tão objetiva como parece por vir em números nem traz uma conclusão consigo.

E falta a limitação maior de todas, que é a razão pela qual o order flow apenas rastreia uma parte das transações reais: a fonte dos dados. O order flow necessita de uma fita central onde fiquem registadas todas as transações, e isso só existe nos mercados centralizados como os futuros. Mas acontece que em ativos como o ouro e as moedas o grosso da troca verdadeira não passa por aí; ocorre fora de qualquer bolsa, no terreno dos grandes participantes onde não fica registo público de nada. Então o que os programas de order flow te mostram do ouro é o fluxo dos futuros do ouro, que são outro derivado, ou a amostra parcial de transações do fornecedor de dados de cada plataforma (cada uma dá dados diferentes e por isso existe tanto fornecedor, e competem por isso). E por isso acontece algo que confunde tantos: duas plataformas distintas mostram volumes distintos do mesmo ativo na mesma vela, porque cada uma está a ver uma janela diferente de um negócio que na sua parte mais séria não se deixa ver completo.

Portanto, quando alguém olha para o order flow não está a ver o mercado: está a ver a porção do mercado que a sua fonte de dados consegue registar — uma janela útil mas parcial —, e crer que essa janela é o mercado inteiro é o erro de base sobre o qual se montam a maioria das expectativas erradas acerca do order flow. Assim, esta área torna-se muito apelativa por parecer de filme, já que ter o ecrã cheio de muitos números, cores e volumes pode chegar a parecer de Wall Street, mas não garante resultados por si só, como tudo o que possa existir em redor do trading. Contudo, continuarei a catalogá-lo como um confirmador e indicador bastante funcional e dinâmico, que funciona nas mãos corretas.

Sendo assim, com as duas faces, tanto a positiva como aquela de que sou cético, tenho de dizer que eu não sou muito pro order flow; na minha operacionalidade entra unicamente como um confirmador adicional, usando-o com dados muito avançados que me prestem dados de qualidade, para medir o suporte de volumes e de outras estatísticas internas que transporta uma direção — se o movimento que me interessa vem acompanhado de execução real ou vem fraco em termos de futuros —, mas não muito mais, não baseio nenhuma decisão apenas nele.

No entanto, as minhas ferramentas quantitativas principais poupam-me trabalho, já que trabalham com bastantes dados e estatísticas provenientes do order flow, e também incluem posturas qualitativas que acrescentam à possível vulnerabilidade dos outros dados da ferramenta. E embora esse âmbito de ordens seja principalmente qualitativo, também daí se retiram, de certas ferramentas (principalmente do *delta*), dados

sólidos quantificados que acrescentam a elas e ao seu ponderado final, além do mais influente que é a especulação interna e o desenvolvimento das contrapartes sérias do mercado (que é um terreno distinto e não é o tema deste documento). Mas para o que o order flow serve, serve bem, usado como apoio. Da minha perspetiva, o problem nunca foi a ferramenta, mas sim o papel que lhe é atribuído: quem o usa como confirmação de uma análise que já existe retira-lhe o pouco ou muito que dá; quem o converte no seu sistema acaba a perseguir *deltas* e desequilíbrios (*imbalances*) com a mesma sorte de quem persegue cruzamentos de indicadores e *EMAs*, porque uma leitura de execução, por mais fina que seja, continua a ser o reflexo de decisões que foram tomadas noutro nível e por razões que ecrã nenhum mostra.

Fica então o order flow explicado da minha parte bastante bem: o que é, a família de ferramentas com que se olha, o que mede de verdade, o que não pode medir por conceção e o lugar que lhe corresponde — o de um complemento decente dentro de uma análise maior, e não o da resposta definitiva à complexidade do mercado, que as cifras e dados, por mais complexos que sejam, não podem medir. Fecho este grande documento e até à próxima, reajam bastante ou se não vão passar a ser quinzenais.