

# Ainda compensa investir no Brasil

Setembro de 2026

**Caros investidores**,

As cartas que publicamos neste ano revelam nossas expectativas pessimistas para os próximos anos na economia mundial e brasileira. Tensões geopolíticas e alto nível de endividamento público de diversas nações importantes devem dificultar o crescimento econômico de todos. Mesmo assim, estamos aumentando a alocação de nossos patrimônios pessoais em ações, enquanto a maior parte do mercado prefere a renda fixa.

Sabemos que o discurso e o ato parecem contraditórios e que a sabedoria popular tem seus motivos para desconfiar de gestores de fundos de ações dizendo que se deve comprar ações. Compartilharemos nesta carta o raciocínio que nos levou a essa decisão, para que cada um julgue o mérito por si mesmo.

## Retornos não vêm de otimismo

O mercado precifica as ações com base nas expectativas de retorno que existem em um dado momento para cada empresa. Se esta média de opiniões estivesse sempre correta, o retorno de investimentos em qualquer empresa deveria ser equivalente à taxa básica de juros somada a um prêmio de risco. Sabemos que não é isso que acontece na prática.

Os retornos variam amplamente em torno dessa referência teórica. Então, a primeira conclusão é que as previsões do mercado estão frequentemente erradas. A segunda é que os retornos de investimentos em ações não dependem da melhora ou piora dos resultados das empresas em relação a seu histórico recente, mas de como o futuro se materializará em comparação às projeções de resultados que estão implícitas nos preços das ações hoje.

Se o mercado se tornar mais pessimista para uma empresa, o preço de suas ações cairá até o valor que oferecia o retorno alvo exigido pelos investidores caso esse futuro pessimista se materializasse. Um investidor que compra essa ação terá retornos ruins se os resultados da empresa forem ainda piores que o previsto e pode ter retornos

excelentes mesmo que os resultados ainda sejam negativos, contanto que sejam menos negativos do que era previsto.

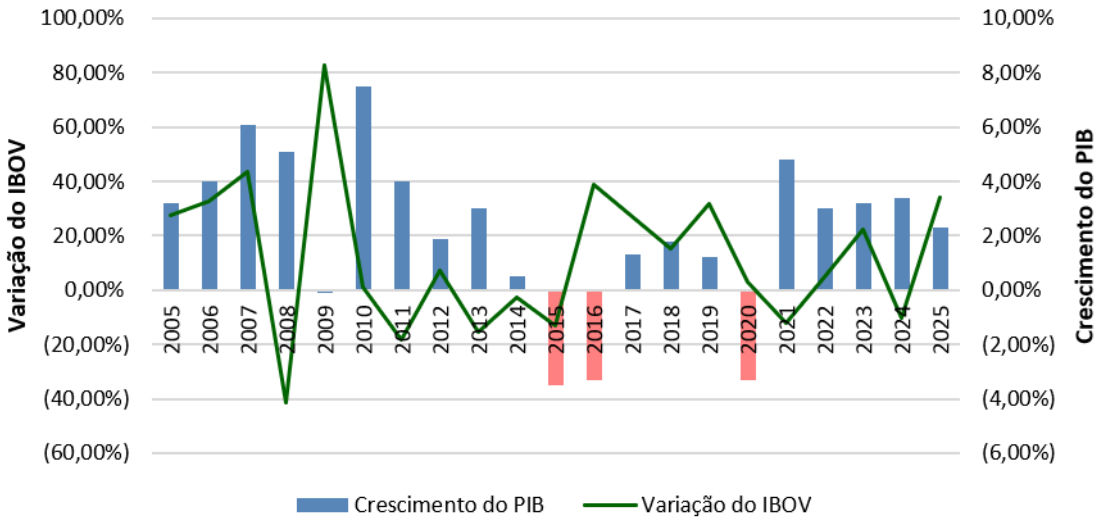
O que realmente importa é a diferença entre a expectativa de um investidor e a expectativa média do mercado. Quando dizemos que uma empresa está barata, a afirmação mais precisa é que acreditamos que o futuro da empresa será melhor do que o mercado projeta para ela agora. Teremos bons retornos se estivermos corretos nessa divergência de projeções de resultados.

O bom momento para investir em uma ação não é quando estamos otimistas com o futuro da economia em geral ou com as perspectivas para a empresa sob análise, é quando existe divergência relevante entre nossas expectativas e o consenso de mercado para os resultados dessa empresa e julgamos ter alta chance de estarmos certos. É isso que chamamos de assimetria de preço. É perfeitamente factível ter retornos ruins em tempos de bonança e retornos bons em tempos de crise, dependendo puramente de estar certo ou não na divergência de visões.

**Relação entre PIB e bolsa**

Se o argumento teórico não convencer, basta olhar as séries históricas de crescimento do PIB brasileiro e da variação do IBOV. Não há nenhuma correlação relevante entre os dois indicadores. Em vários anos, a bolsa inclusive se movimenta na direção contrária ao crescimento da economia.

**Evolução do PIB brasileiro e do IBOV**




*Fonte: IBGE e B3*

Um contraponto seria que o movimento da bolsa deveria sinalizar o que ocorrerá com o PIB nos anos seguintes, pois o mercado sempre precifica as expectativas futuras e não o que está acontecendo simultaneamente à variação do IBOV. Em alguns momentos isso aconteceu, como a alta do IBOV em 2009 precedendo a recuperação do PIB em 2010, mas em outros momentos não, como as quedas do IBOV em 2021 e 2024, que

não foram sucedidas por nenhuma variação relevante no crescimento do PIB. Ou seja, o mercado às vezes acerta, às vezes erra. Nada de novo sob o sol.

**Visão realista sobre o Brasil**

Nosso país não é fácil. Concordamos que os problemas que têm sido apontados publicamente são reais e difíceis de solucionar. O desequilíbrio fiscal é grave, a corrupção e má gestão pública são crônicas, o sistema tributário é terrível. Ainda adicionamos à lista alguns pontos que não vemos tanto sob discussão. O sistema político é disfuncional, o populismo está criando incentivos que reduzem a produtividade do trabalho, temos um déficit educacional profundo (falamos sobre isso na carta "Por que o Brasil não cresce?" - Set/2025). Por que, então, investir aqui?

O potencial do nosso país é gigantesco. Temos território vasto, recursos naturais abundantes, energia barata (se considerarmos os custos de produção, sem os impostos incidentes sobre ela), população numerosa e sem grandes conflitos étnicos e religiosos, relações internacionais pacíficas. O que limita o Brasil não é o substrato em que estamos, mas a ação humana sobre ele. Comparando o que somos com o que poderíamos ser, é difícil não extravasar frustração e desenvolver certo mau-humor.

Nossa experiência de vida nos faz não acreditar que esse potencial será muito bem aproveitado no futuro, então nosso lado patriota deve permanecer frustrado. Talvez, permanentemente. No entanto, nosso lado investidor deve ignorar as aspirações idealistas e se manter puramente pragmático.

O Brasil não é um país péssimo. É um país mediano. Há várias nações mais bem sucedidas no mundo, mas há um número ainda maior de países piores. Nossa política é confusa e disfuncional, mas não temos grandes instabilidades. A economia não é pujante, mas é resiliente. Historicamente, o Brasil tem sido capaz de fazer as reformas necessárias para evitar catástrofes econômicas, apesar de agir tardiamente, apenas quando fica evidente que não há outra saída.

As perspectivas têm sempre esse tom de mediocridade que incomoda, mas é possível investir e conseguir bons retornos em um ambiente estavelmente medíocre. De certa forma, é o pano de fundo com que estamos acostumados. O Ártica Long Term foi criado em 2013 e, de lá para cá, o Brasil não viveu uma boa temporada. No geral, andou de lado. Mesmo assim, foi possível identificar várias oportunidades de investimento interessantes e conseguir excelentes retornos.

**Por que não investir apenas em ambientes melhores**

Por que não investir em um país com a economia melhor, como os Estados Unidos? Porque todos estão cientes da diferença de qualidade entre as economias dos dois países e o mercado reflete isso claramente nos preços. As ações da bolsa brasileira são negociadas pela metade do preço da bolsa americana, grosseiramente, usando múltiplos de *valuation* como critério de comparação. Hoje, o desconto está ainda mais alto, perto dos 60%.

Notem que mesmo os Estados Unidos não estão livres de problemas. Lá também há dívida pública e déficit fiscal em níveis recorde. Também há ondas populistas distorcendo o que consideraríamos boas políticas públicas. Eles não têm vários de nossos problemas, mas têm alguns que não compartilhamos. Por exemplo, o envolvimento em guerras, frias e quentes. A preços equivalentes, investir nos Estados Unidos seria uma decisão óbvia. Ao dobro do preço, é bastante discutível.

Desde 2024, temos estudado oportunidades de investimento em bolsas de países estrangeiros. Hoje temos 12% do portfólio do Ártica Long Term investido fora, em três empresas sediadas no Reino Unido, Suécia e Japão. Continuamos com a maior parte da carteira no Brasil porque há ações aqui baratas e acreditamos que a diferença de preço mais do que compensa a diferença de qualidade em relação a algumas empresas internacionais, ao menos para os casos específicos de nossas investidas.

Essa última ressalva é importante. A verdadeira comparação não é entre Brasil e outros países. É entre oportunidades específicas identificadas no Brasil e oportunidades específicas identificadas em outros lugares. Não estamos investindo no IBOV ou no S&P 500, estamos escolhendo a dedo empresas em que acreditamos haver qualidade suficiente e assimetria de preço relevante.

**Fatores micro importam mais que o ambiente macro**

Há um viés forte de dar mais atenção aos temas políticos e macroeconômicos do que eles mereceriam. Em nossas próprias cartas, eles ocupam um espaço desproporcionalmente maior do que a influência que eles têm sobre nossas decisões de investimento. Entendemos que isso ocorre principalmente porque são temas de interesse comum à maioria dos investidores, enquanto discutir empresas específicas é pertinente para um número bem mais restrito de pessoas. No caso de nossas cartas, ainda há o fato de que compartilhar detalhes sobre nossas teses de investimento geralmente não é favorável aos interesses de nossos investidores. Eventualmente compartilhamos o que julgamos que não causará mal, mas a maioria das análises é mantida como segredo de negócio.

Em geral, o futuro de uma empresa depende muito mais de seu contexto microeconômico do que da evolução da economia nacional. A dinâmica competitiva setorial, as tendências da demanda especificamente servida pelo negócio, as movimentações de sua cadeia de fornecedores e a condição econômica de seus clientes diretos são exemplos de fatores mais impactantes do que a evolução do ambiente econômico. A ressalva cabe apenas aos casos extremos, como crises hiperinflacionárias, maxidesvalorizações da moeda, mudanças de regime político e afins. Na maior parte do tempo, o micro governa mais o destino de um negócio do que o macro.

Uma analogia que ajuda a esclarecer o ponto é julgar a probabilidade de sucesso de um recém-formado em sua carreira. Importa muito mais o grau de competência e dedicação da pessoa do que a condição atual do mercado de trabalho. O gênio esforçado sempre terá seu espaço no mundo e o incapaz negligente sempre terá problemas profissionais. Um mercado de trabalho melhor ou pior desloca

marginalmente onde estará a linha de corte e impacta o número de profissionais próximos à média que vão conseguir bons empregos ou não, mas a maior parte dos jovens não terá seu destino tão alterado pelo percentual de desemprego do país.

Acreditamos que o Brasil, hoje, não está próximo do tipo de catástrofe econômica que invalidaria essa regra geral e que há um punhado de empresas listadas em nossa bolsa boas o suficiente para se investir, quando o preço de mercado é atrativo.

Às vezes a oportunidade não vem pela empresa ser fenomenal, mas por ter uma posição competitiva muito defensável. O fato de a economia brasileira não ser tão dinâmica acaba tendo um aspecto positivo para empresas já dominantes em seus segmentos de negócio. Há uma barreira grande para que novos entrantes consigam financiar seus negócios e crescer até o porte em que poderiam realmente desafiar os líderes de mercado. Aqui é muito menos comum ouvir histórias de *start-ups* que captam bilhões no mercado, se tornam novos gigantes e desbancam os incumbentes. Isso não é exatamente positivo para a economia nacional, mas permite que determinadas empresas se mantenham dominantes e rentáveis por longos períodos. Naturalmente, essas são boas candidatas para se investir.

**Por que não a renda fixa**

As maiores preocupações com a economia brasileira hoje vêm do déficit fiscal e nível de endividamento público. Mesmo com o problema escancarado, o governo continua gastando mais do que arrecada e compensando a diferença com aumento em suas dívidas. Essa trajetória inevitavelmente aumenta o risco da dívida soberana, mantém a taxa de juros alta e dificulta mais ainda que o governo honre a dívida conforme esperado pelos investidores.

Como a dívida está em moeda nacional, não esperamos que o governo simplesmente deixe de pagá-la. O caminho mais provável é que o valor real da dívida e dos pagamentos relacionados a ela sejam corroídos por ampliação da base monetária, que gera inflação, e por medidas de repressão financeira, que são subterfúgios para que os juros da dívida pública permaneçam em níveis mais baixos do que seriam estabelecidos pelo livre mercado (exploramos mais longamente essa lógica na carta “O Futuro dos Países Endividados” - Maio/2026).

Nesse possível cenário de inflação e repressão financeira, títulos de renda fixa são diretamente afetados. Seria uma contradição direta temer essa possibilidade e buscar se proteger dela investindo em renda fixa. As classes de ativos que ofereceriam maior proteção são commodities e imóveis. Mas também não são soluções automáticas. Commodities têm o problema da alta volatilidade e imóveis não costumam oferecer retornos tão atrativos.

**Crises geram oportunidades**

As ações formam uma classe de ativos sempre polêmica. De forma agregada, elas também tendem a sofrer em cenários econômicos desfavoráveis. No entanto, há uma

dispersão muito grande de riscos e retornos potenciais entre as ações individuais que compõem essa classe. Não temos apetite para investir em índices de bolsa, mas com a possibilidade de escolher negócios que tenham altas chances de se proteger bem das adversidades macroeconômicas, investir em ações é uma opção atrativa para nós.

Em suma, estamos diminuindo nossos investimentos pessoais em renda fixa e comprando mais ações porque a renda fixa está se tornando mais arriscada e há ações baratas disponíveis no mercado. Investir em imóveis nos parece uma estratégia válida para quem privilegie apenas a preservação de capital, mas não é nossa escolha pessoal. Nos momentos de pessimismo é que surgem as melhores oportunidades de comprar ações baratas. Alguns de nossos melhores investimentos foram feitos em 2014-2015, durante a crise do *impeachment* da Dilma.

Hoje, enxergamos um potencial de retorno bastante atrativo em nosso portfólio, apesar de todos os problemas do país. Continuamos frustrados com o quanto o Brasil desperdiça sua oportunidade de prosperar, mas não pretendemos desperdiçar as oportunidades que o mercado está nos oferecendo para contribuir com a prosperidade de nossos investidores.