

Nebraska Capital - Terceiro Relatório de Investimentos - Março de 2016

Em nossa Carta Anual aos Acionistas para o ano de 2015, falamos bastante dos nossos resultados até aqui e sobre como enxergamos o futuro. Assim, nestes relatórios, focaremos nos nossos investimentos. Pela importância dos bancos no nosso portfólio, esta edição será apenas sobre eles. Dado o momento econômico complicado do país, acreditamos que o tema requer algumas páginas para que os leitores entendam bem os nossos pensamentos. Ainda neste semestre, enviaremos um outro relatório cobrindo nossos outros grandes investimentos (Equatorial 15,3%, Cemar 8,5%, e Vivo 7,8%), os quais não mudaram.

Itaúsa (36,3%) e Bradesco (6,9%):

Nota: Investimos no Itaú através da Itaúsa por causa do desconto de holding. Os números do Itaú são usados aqui, pois ele é nosso grande investimento, mas a maior parte do que é válido para o Itaú também se aplica ao Bradesco (em alguns casos em maior, outros em menor, grau). Nós não queríamos estender demais esta carta, mas, para aqueles que quiserem, podemos enviar um texto e algumas tabelas adicionais com nossos estudos sobre o sistema bancário brasileiro - o texto começa com um histórico do sistema, passa pelas carteiras de crédito e dados de participação do mercado dos maiores bancos desde o início da década de 2000, e esperamos que dê ao leitor uma boa visão geral do estado atual do sistema e da função de cada grande banco.

A mesma frase inicial do relatório anterior (que cobriu o primeiro semestre de 2015) ainda se aplica: os resultados do Itaú não nos trouxeram surpresas. Os níveis de inadimplência estão subindo em toda a carteira de crédito e a gestão deu um *guidance* de lucros em queda em 2016. A tabela abaixo mostra os principais números.

Itaú - destaques financeiros (R\$ milhões)	2014	2015	2016 - guidance da gestão
Carteira de crédito (com avais e fianças)	559,694.00	585,504.00	
crescimento		5%	-0.5 to 4.5%
Provisão para perdas de crédito*	(26,948.00)	(34,078.00)	
% da carteira	-4.8%	-5.8%	
Patrimônio Líquido	95,848.00	106,462.00	
Capital Principal Basel III - "fully loaded"		13.6%	
* Inclui R\$4,6 bilhões de provisão não recorrente feita contra ganhos em créditos tributários em 2015.			
NIM	55,155.00	66,557.00	
Com clientes	51,560.00	59,580.00	
margem	10.3%	10.9%	
crescimento		16%	2 to 5%
Com o mercado	3,595.00	6,977.00	
Despesa com perda de crédito, líquido de recuperações	(13,023.00)	(18,129.00)	(22) to (25)bi
crescimento		39%	21 to 38%
NIM Depois de perdas de crédito	42,132.00	48,428.00	
Com clientes	38,537.00	41,451.00	
margem	7.3%	6.9%	
crescimento		8%	- 2 to - 14%
Receitas de serviços e seguros	31,562.00	34,696.00	
crescimento		10%	6 to 9%
Despesas não financeiras	(38,483.00)	(41,886.00)	
crescimento		9%	5 to 7.5%
Impostos sobre a receita	(4,856.00)	(6,056.00)	
EBT	30,355.00	35,182.00	
crescimento		16%	
Lucro líquido	20,619.00	23,832.00	-10 to -25%
ROE	24.0%	23.9%	16 to 19%

Na Nebraska, dedicamos pouquíssimo tempo (normalmente nenhum) tentando prever resultados de curto prazo; mas a coluna 2016 está aqui por quatro razões: (1) os resultados de 2015 e nossa visão favorável para o negócio no longo prazo não seriam um bom suporte aos parágrafos abaixo que tratam do banco num ambiente econômico desafiador; (2) os números destacados em cinza escuro e a próxima tabela nos ajudam a entender as ações da gestão do banco; (3) a previsão de ROE no curto prazo é a base para nossos parágrafos finais; e (4) nós não gastamos energia alguma fazendo isto, pois os dados vieram do *guidance* da gestão.

Nós não nos surpreendemos pelo fato de o lucro do nosso banco cair significativamente em um ambiente econômico como o atualmente vivido pelo Brasil. Mas isso não significa que deixamos de dar atenção ao fato; pelo contrário, nossa energia é primariamente dedicada a entender o que está acontecendo com as nossas empresas, e, assim, melhorar nosso julgamento sobre o futuro delas. O sistema bancário brasileiro já enfrentou momentos difíceis, mas, com sua atual penetração (em % da população e PMEs atendidos) e alavancagem (dívida/PIB), ele ainda não passou uma por crise séria, e, mesmo que tivesse passado, o resultado de uma nova ainda seria imprevisível - nós reconhecemos os riscos. Contudo, ao estudar profundamente nossos bancos e seus competidores, podemos visualizar uma faixa de cenários futuros que não é tão ampla a ponto de nos tirar o sono.

Especificamente no Itaú, devemos primeiro olhar a evolução da sua carteira de crédito:

Carteira de crédito média e taxas de provisionamento

Dados em Bilhões de Reais - oriundos do IFRS	2011	2012	2013	2014	2015	cagr 2011-15*
Corporate (receita > R\$300,00 milhões)	83.27	97.85	115.07	135.66	137.96	15%
% provisão para perdas antes de recuperações	0.3%	1.2%	0.8%	1.3%	5.5%	
PMEs	82.80	85.42	83.39	80.76	79.24	-1%
% provisão para perdas antes de recuperações	10.0%	10.7%	5.5%	5.3%	4.7%	
Crédito consignado e imobiliário	20.28	28.04	39.53	58.35	74.93	39%
% provisão para perdas antes de recuperações	2.5%	2.9%	2.0%	0.8%	1.2%	
Cartões e crédito pessoal	57.51	66.06	73.53	83.53	87.11	11%
% provisão para perdas antes de recuperações	14.0%	15.1%	12.9%	12.3%	12.6%	
Veículos (para indivíduos)	60.31	56.05	46.12	34.82	24.55	-20%
% provisão para perdas antes de recuperações	4.5%	4.7%	4.9%	4.2%	2.8%	
América Latina	16.39	23.20	31.70	38.96	59.55	33%
% provisão para perdas antes de recuperações	1.8%	0.8%	0.9%	1.4%	1.1%	

* Em 2015 a gestão mudou R\$8,00 bilhões de Corporativo para Am. Latina. O CAGR está ajustado para isso.

1- Corporativo (grandes empresas):

Por mais de 10 anos até 2015, este grupo teve taxas de perdas de crédito abaixo de 1%. Em 2011-12 (como discutido em nossos relatórios anteriores), quando os bancos governamentais ficaram mais agressivos e o Itaú começou a ver sinais de fraqueza na economia, a gestão decidiu ir cada vez mais para empréstimos mais seguros; e, com tal histórico, as grandes empresas se encaixavam perfeitamente. Pesquisando a indústria, também vemos que a margem financeira dessa carteira estava em queda. E não é segredo que a gestão do Itaú vinha dando mais e mais atenção ao seu banco de investimentos (BBA), no qual receitas de serviços vêm normalmente acompanhadas de grandes créditos - e banqueiros agressivos.

Finalmente, a exposição a grandes conglomerados (alguns envolvidos em escândalos de corrupção e outros simplesmente muito alavancados), trouxe perdas de crédito bem maiores. Depois das baixas de R\$4,30 bilhões deste ano, o segmento ainda tem uma provisão de 4% da carteira, além de parte dos R\$10,00 bilhões que o Itaú carrega como "provisão excedente". As perdas registradas em 2015 não fazem desta carteira mais arriscada - elas apenas mostram que o risco era maior do que o pensado antes. Contudo, ao longo de vários anos, esta carteira ainda é uma das que terão taxas de perdas mais baixas para o banco; afinal, empresas corruptas ou muito alavancadas não irão dominar uma

carteira de crédito de R\$140,00 bilhões, diversificada e subscrita por um banco cujos gestores e controladores têm muito do próprio patrimônio em jogo - e estes empréstimos são normalmente garantidos por ativos de valor. Ninguém, especialmente de fora do banco, sabe o tamanho final das perdas de crédito nesta crise; elas realmente podem ser relevantes. Mas nós não acreditamos que o problema do Itaú (em termos relativos) será muito diferente daquele de seus competidores, por causa dos bons incentivos e da concentração da indústria.

2- Pequenas e médias empresas:

Assim como seus pares, o Itaú cresceu bastante neste segmento até 2011, mas desde então a estratégia mudou drasticamente. Estes são créditos de curto prazo. Os níveis de perdas são altos e recorrentes (o que vemos como positivo, contanto que o banco tenha disciplina e poder de preço). Em termos reais, esta carteira recuou 30% desde 2011, e se moveu em direção a clientes maiores e mais seguros. As taxas de perda confirmam este movimento; apesar de que, com a crise atual, acreditamos que elas subirão no curto prazo.

3- Empréstimos a indivíduos:

Nós discutimos as escolhas do Itaú para empréstimos a indivíduos no nosso primeiro relatório de investimentos. A tabela mostra que, nos últimos anos, o banco focou em crédito consignado e imobiliário, os quais são garantidos por salários (funcionários públicos e pensionistas) e imóveis (LTV médio de 44%). Mais ainda, o crédito para veículos está agora restrito a clientes com muito menos risco e mudanças similares ocorreram recentemente na divisão de cartões de crédito.

Voltando à primeira tabela (esperamos que tantos números comecem a fazer sentido agora), podemos ver que a NIM com clientes, após provisões caiu de 7,3% para 6,9% em 2015; a NIM bruta cresceu 16%, enquanto as provisões aumentaram em 39%. Da segunda tabela, tiramos que a discrepância veio de um forte aumento em perdas de crédito com grandes empresas. Para o curto prazo, a gestão indica que a discrepância deve crescer; em outras palavras: as perdas devem subir forte novamente (provavelmente em todo o portfólio desta vez) sem um crescimento proporcional na margem financeira. Se você é um leitor frequente de nossas cartas, deve estar se perguntando: como isto é possível? A competição não ficaria mais leve dado que o sistema bancário brasileiro é tão concentrado e que os bancos públicos estão cheios de problemas?

A competição tem de fato abrandado; de acordo com o Banco Central, os spreads em crédito livre para carteiras comerciais subiu de 11% para mais de 15% entre 2013 e 2015, e de 25% para mais de 45% para o crédito pessoal no mesmo período. Além disso, as receitas não financeiras têm subido rapidamente enquanto os bancos cortam o número de clientes e cartões de créditos em circulação para reduzir riscos.

A explicação para a margem (após perdas de crédito) em queda está na segunda tabela: a carteira de crédito do Itaú está se movendo para empréstimos com níveis de perdas estruturalmente menores. Mas isso não significa que as perdas vão necessariamente cair no curto prazo - isto depende de fatores macro-econômicos que os administradores do banco não controlam. Nós, sendo acionistas de longo prazo, gostamos do que eles estão fazendo naquilo que podem controlar: ao invés de rolar o problema, continuar cobrando altas taxas de juros de juros e contabilizando lucros com clientes problemáticos, eles estão readequando o portfólio, fortalecendo o balanço, e convivendo com um descasamento de curto prazo entre uma carteira de crédito com risco menor (e margens menores), e taxas de perdas ainda refletindo parte dos empréstimos mais antigos, além dos efeitos da crise. .

As perdas de crédito de diferentes carteiras se comportam de modo muito diferente em relação às suas variâncias. Normalmente, quanto mais baixa a taxa média de perdas num período muito longo, mais alta será a diferença entre a maior e a menor taxa de perda que observaremos neste período. Por exemplo: nos empréstimos para imóveis comerciais em bancos americanos a perda média para a maioria dos bancos deve ser entre 1% e 2% no longo prazo, pois eles emprestam tendo prédios com inquilinos como garantia, fluxos de caixa e colateral em excesso. Em muitos bancos as perdas são de fato zero por vários anos. Porém, quando as perdas vêm, elas não aumentam em 50% ou 100%, elas normalmente pulam de quase zero para 3%, 5%, ou até 10%, como aconteceu na última crise econômica. Mais ainda, estes créditos geralmente são de longo prazo, com tabelas de amortização que deixam pouco espaço para ajustes (seja subindo a margem financeira, ou alongando o prazo), através dos quais os bancos poderiam se proteger. Não é difícil entender a razão pela qual vários bancos regionais, com poucas alternativas além de crédito imobiliário, quebraram nos EUA em 2009.

Por outro lado, mesmo durante a crise de 2009, as perdas em carteiras de cartões de crédito em empresas como Capital One e American Express "apenas" dobraram. A indústria aumentou suas margens e receitas não financeiras, e a maioria das empresas (como essas duas) ainda tiveram bons resultados. Afinal, as perdas já estavam em cerca de 3%-4% anualmente e o negócio é estruturado para gerar lucros antes de impostos e perdas de crédito altos o suficiente para suportar altos níveis de inadimplência.

Nem um portfólio com alta, nem um com baixa variância é intrinsecamente melhor que o outro. Rentabilidade no longo prazo depende de forças competitivas que variam por região, tempo, etc. Mas bancos precisam estar preparados para passar por surpresas, assim como a Berkshire Hathaway deveria em algum momento sobreviver a altos sinistros em seu negócio de resseguros. Como donos do Itaú e do Bradesco, devemos pensar em cenários drásticos para perdas de crédito e se tais poderiam subir o bastante a ponto de comer o capital regulatório dos nossos bancos e forçá-los a levantar capital por preços muito baixos, nos diluindo desfavoravelmente; afinal, fraudes e problemas com derivativos aparte, esta situação é a que leva bancos de varejo a quebrar. (Ao menos do ponto de vista de seus acionistas.)

Olhamos agora para alguns dados que, em nossa opinião, dão ao Itaú uma alta chance de passar por crises muito sérias sem grandes feridas.

1- A liquidez do banco é enorme: a tabela abaixo dispensa comentários. AUM, ou Ativos sob-gestão, no Brasil são compostos por recursos de clientes; normalmente, o banco, ao invés do cliente, opta por direcionar estes valores para fora do balanço, em fundos nos quais o banco cobra boas taxas. O patrimônio líquido do banco também é abundante como mostrado na primeira tabela (página 1).

Captação de clientes	2014	2015
No balanço (R\$ bilhões)	447.22	480.68
AUM	480.00	570.00
Total	927.22	1,050.68
crescimento		13%

2- O resultado antes de impostos e provisão para perdas (PTPP) é amplo e suportado por negócios "sem risco".

Itaú - Lucro por segmento R\$billion	2014	2015
Serviços e seguros*	10.50	12.90
ROE	40.5%	43.2%
Crédito e trading	10.00	10.20
Capital em excesso	0.10	0.80

R\$ bilhões - 2015	Itaú	BB*
A - PTPP	53.31	37.00
B - Provisões para perda de crédito	(18.13)	(20.95)
A/B	2.94	1.77
ROE	23.9%	13.0%
Basiléia III Capital Principal**	13.6%	8.2%

* Os mais relevantes são: seguros (R\$2,8 bilhões), adquirencia (R\$3,2bi) e captação/gestão de caixa de clientes.

* PTPP Ajustado para a participação de minoritários em subsidiária
** Itaú mostra dado "fully loaded", o BB não.

Com a força dos resultados antes de perdas, e uma carteira de crédito diversificada e direcionada a empréstimos com baixa variância de perdas, ficamos tranquilos quanto à capacidade do Itaú de passar por cenários drásticos (bem piores do que o que a gestão indica para 2016). Mas não nos entendam mal, uma alta de 2, ou mesmo 3, vezes nas perdas de crédito ainda seria um cenário possível nesta discussão.

Dito tudo isso, vamos para a próxima questão: dada toda a incerteza, os problemas do Brasil, etc., o Itaú é um bom investimento pelo preço de mercado atual?

O valor de mercado do Itaú (pela holding que temos) é em torno de 1,5x seu patrimônio líquido. Ao ouvir a conferência de resultados do último trimestre (quando a relação acima estava em cerca de 1,2x), ficamos realmente impressionados com a discussão sobre ROE e "custo de capital". Parece que os analistas estão em consenso de que o ROE do Itaú será aproximadamente igual ao seu "custo de capital" em 2016 - e disso segue que o banco vale mais ou menos o mesmo (ou um pouco mais) que seu valor patrimonial. Isso mexe tanto com nossos neurônios que precisamos fazer alguns comentários.

Primeiramente, não estamos aqui para prever preços de ações no curto prazo, mas para alocar nosso dinheiro em empresas que entregarão resultados superiores no longo prazo. Assim, precisamos dar um passo atrás e nos questionar o que faz uma empresa ter este tipo de resultado. Bem, é simples, está nos livros: vantagens competitivas. Se a empresa as tem, ela deveria entregar retornos no capital empregado acima daqueles usualmente disponíveis na economia em que opera (sempre no longo prazo). Dado que nosso trabalho é alocar o dinheiro dos nossos clientes (e o nosso também) para obter bons retornos em termos reais na moeda brasileira, segue que, especialmente para negócios nos quais o capital tangível tem um papel central, não precisamos nos preocupar em definir com precisão o ROE ou o "custo do capital"; precisamos apenas identificar as belas empresas, e evitar pagar caro por elas. Esta conclusão só não é válida caso o campo de jogo (a economia do país) seja gravemente danificada por décadas (como na Venezuela) - em tal caso, ter ativos no país (seja renda fixa ou variável) é uma batalha perdida.

Nós não vamos perder muito tempo argumentando sobre as vantagens do Itaú, basta dizer que seus clientes não são menos cativos hoje do que nos últimos 20 anos, que entrantes não enfrentam menos barreiras, e que os atuais competidores não são mais fortes (talvez o oposto como mostram os números do BB). Desde 1997, a Itaúsa, por dividendos e crescimento patrimonial, entregou um retorno anual de 25,2%, contra 14,7% para o CDI. Em termos reais estes números seriam 17,5% e 7,7% respectivamente. Cada R\$100 investidos na Itaúsa em 1997 teriam se tornado R\$5.732 em 2015 (dividendos + patrimônio), enquanto o CDI teria crescido para R\$1.185. Mesmo que a superioridade relativa do Itaú caia bastante, ele, certamente, ainda vale bem mais que seu patrimônio líquido - sendo com seu ROE de curto prazo excedendo ou não um "custo de capital" teórico, o qual nós nem entendemos.

Aliás, se você perguntar calmamente a um "analista de mercado" e, de algum modo, consegui-lo fazer pensar bem antes de responder, acreditamos que ele ou ela iria concordar que, no longo prazo, o Itaú vale bem mais que seu valor contábil. É o modo que a indústria financeira os força a fazer seus trabalhos que distorce o resultado.

Para fechar sobre o Itaú, devemos tocar numa fonte de risco em particular. O banco é controlado por duas famílias empreendedoras e sua gestão reflete isto. Quando os gestores vêm um caminho, eles agem decisivamente - isso fica claro no foco em operações de menor risco desde 2012, tais como a aquisição de 50% da Redecard por R\$11,75 bilhões (que nos trouxe bons resultados), e no avanço da carteira de crédito corporativo através do Itaú-BBA (talvez com premissas enganosas). No geral, nós gostamos desse alinhamento com os controladores e da propensão dos administradores a fazer o que é preciso - eles também são decisivos ao reconhecer erros e agir para corrigi-los.

O banco, contudo, está agora flertando com negócios mais relevantes fora do Brasil. Analistas de mercado (normalmente uma má fonte de dicas) argumentam que uma possível solução para os "problemas" do Itaú (como se um valor de mercado baixo fosse um problema) seria ter mais exposição a alguns países da América Latina, como o Chile, no qual o ROE é maior que o "custo do capital" e as taxas de crescimento são altas. Para começar, acreditamos que avançar no exterior é bem diferente do que fazer movimentos fortes dentro do Brasil, onde ambas a posição competitiva e a experiência do time de gestão são muito fortes.

O Itaú já tem cerca de 10% do seu patrimônio na América Latina, sendo o Chile o país mais relevante, e é lá que uma fusão com o banco local CorpBanca está prestes a ser finalizada. O Itaú vai investir mais US\$650,00 milhões no negócio combinado e terá um pouco mais que 1/3 da empresa, com controle por um acordo com o CorpGroup, que também terá 1/3 das ações. O novo CorpBanca terá cerca de 1/4 de sua carteira de crédito, e um pouco acima disso em termos de lucro, na Colômbia (caso ele seja bem sucedido em comprar todos os minoritários locais que têm 1/3 do banco pelo mesmo preço que pagará pela participação direta do CorpGroup naquela subsidiária). O Itaú provavelmente pagou um preço alto para ganhar escala nestes mercados - a América Latina representará de 20% a 25% da carteira de crédito consolidada após a fusão. Até aqui, a exposição adicional em termos de patrimônio é relativamente pequena, mas o CorpGroup tem algumas *opções de venda* que podem fazer com que o Itaú aloque mais capital no Chile nos próximos anos. Além disso, a consolidação de um banco mais alavancado prejudicará os níveis de Basiléia III do Itaú.

A atividade bancária no Chile é bem diferente do que temos no Brasil. Os bancos de varejo lá são bem menos desenvolvidos e fundos de pensão privados são competidores relevantes. Ambos o Itaú-Chile e o CorpBanca são relativamente novos entrantes no mercado de varejo - a maior parte de seus ativos ainda está em empréstimos para grandes empresas, o passivo vem primariamente de grandes clientes/instituições, o montante de créditos é maior que o de depósitos, as perdas de crédito têm sido muito baixas por mais de uma década, e o ROA não passa muito de 1%. Resumindo, um banco realmente diferente daquilo o que temos como acionistas no Brasil.

Alguém poderia roubar 10% do patrimônio líquido do Itaú amanhã que nós ainda estaríamos contentes com seu valor de mercado, mas não ficaríamos bem com seus gestores tomando decisões ruins em sequência (especialmente por motivos sem nenhum sentido). Nós ainda não temos uma opinião formada sobre se o avanço no Chile é bom ou ruim, e ainda não vimos a gestão do Itaú atuar por pressões de curto prazo do mercado de capitais. Contudo, é nosso trabalho como acionistas entender tudo o que se passa na empresa, e manter a cabeça aberta. Esta necessidade reflete nosso estilo de investimentos empresarial, e, quanto mais pensamos sobre o assunto, mais claro fica que devemos apenas alocar capital em empresas as quais queremos acompanhar muito de perto por décadas; afinal, as coisas podem mudar.

Estávamos acabando de escrever este relatório quando a Berkshire Hathaway divulgou seu Relatório Anual de 2015. A carta do Buffett tem algumas palavras sobre risco que vale reproduzirmos aqui:

"É de se entender que a pessoa que fez a proposta para a assembléia de acionistas acredite que a Berkshire está especialmente ameaçada pelas mudanças climáticas, pois somos uma grande seguradora, cobrindo todos os tipos de risco. Esta pessoa pode se preocupar com o fato de que perdas em seguros patrimoniais vão crescer muito pelas mudanças climáticas. E tais preocupações poderiam, de fato, ser válidas caso subscrevêssemos apólices de dez ou vinte anos por preços fixos. Mas apólices de seguro são normalmente feitas para um ano e re-precificadas anualmente para refletir mudanças no risco assumido. Possibilidades de perdas em alta se transformam rapidamente em prêmios maiores.

Voltemos a 1951, quando eu me entusiasmei sobre a GEICO pela primeira vez. A empresa tinha um sinistro médio por apólice de cerca de \$30 por ano. Imagine sua reação se eu tivesse previsto que esse sinistro médio iria crescer para \$1.000 por apólice em 2015. Este enorme crescimento nos sinistros seriam desastrosos, você poderia perguntar? Bem, não.

Ao longo dos anos, a inflação causou um enorme aumento no custo de reparar tanto os carros como as pessoas envolvidas em acidentes. Mas os custos maiores foram bem acompanhados de prêmios maiores. Então, paradoxalmente, a tendência de alta nos sinistros fez das seguradoras empresas bem mais valiosas. Se os custos não tivessem mudado, a Berkshire teria hoje uma seguradora de automóveis faturando \$600 milhões, ao invés de \$23 bilhões.

Até agora, as mudanças climáticas não produziram furacões mais frequentes nem mais custosos, nem outros eventos relacionados ao clima cobertos por seguradoras. Por consequência, os prêmios para apólices que cobrem grandes catástrofes nos EUA têm caído constantemente nos últimos anos, e por isso temos nos afastado deste negócio. Se grandes catástrofes se tornarem mais caras e frequentes, o provável - mas longe de certo - efeito nos negócios de seguro da Berkshire seria fazê-los ser maiores e mais valiosos."

Assim como seguradoras, bancos administram riscos para a sociedade. E bem como para seguradoras, quanto maior o risco percebido, melhor para a rentabilidade dos bancos - contanto que seus balanços sejam geridos para suportar fortes mudanças nos níveis de inadimplência. Aliás, nós, na Nebraska, temos mais as águas calmas, quando políticas de crédito e taxas de juros assumem riscos sempre caindo, do que tempestades, quando os riscos estão expostos. Pelas frases destacadas, o Buffett parece pensar do mesmo modo.

Agradecemos pela atenção,

Nebraska Capital

Março de 2016