



Newsletter

Value Investing Brasil

Edição especial

Número 7 • Maio de 2012

WARREN BUFFETT

BERKSHIRE HATHAWAY, OMAHA
TRECHOS DA CARTA AOS ACIONISTAS, 2011

É com satisfação que trazemos aos leitores brasileiros excertos da carta aos acionistas da Berkshire Hathaway, escrita por Warren Buffett.

Este texto é protegido por direitos autorais e está aqui reproduzido com autorização de seu autor.



Recuperação do setor imobiliário¹

No ano passado, eu disse a vocês “a recuperação do setor imobiliário provavelmente começará em torno de um ano”. Estava completamente enganado. Temos cinco negócios cujos resultados são significativamente influenciados pela atividade imobiliária. Essa conexão é direta na Clayton Homes, a maior produtora no ramo no país, responsável por cerca de 7% das casas construídas em 2011.

Adicionalmente, a Acme Brick [tijolos], a Shaw (carpetes), a Johns Manville (isolamentos) e a MiTek (produtos de construção, principalmente placas de conexão utilizadas em telhados) são todas substancialmente afetadas pela atividade de construção. No total, nossas cinco empresas ligadas ao setor imobiliário tiveram, em 2011, lucro de US\$ 513 milhões, antes dos impostos. Quanta semelhante à de 2010, mas abaixo do US\$ 1,8 bilhão de 2006.

O setor imobiliário vai se recuperar — podem ter certeza disso. Ao longo do tempo, o número de unidades residenciais tem de ser igual ao número de famílias (após a dedução de um nível normal de vacâncias). Antes de 2008, contudo, os Estados Unidos por anos aumentaram mais as unidades residenciais do que as famílias. Inevitavelmente, terminamos com um grande excesso de estoque e a bolha estourou com violência que abalou toda a economia. Isso criou ainda outro problema para o setor imobiliário: no começo de uma recessão, a formação de famílias torna-se mais lenta e, em 2009, a diminuição foi dramática.

Essa devastadora equação de oferta e demanda agora está invertida: todo dia, as famílias aumentam mais do que as unidades residenciais. As pessoas podem postergar o início da vida conjugal em períodos incertos mas, depois de um tempo, os hormônios falam mais alto. Enquanto o “*doubling-up*” [acomodar mais de uma família em um lar] possa ser a reação inicial de alguns durante uma recessão, morar com os afins pode rapidamente perder o charme.

No passo atual, com a construção de 600.000 imóveis iniciada por ano — consideravelmente menos do que o número de famílias sendo formadas — compradores e locatários estão absorvendo o que resta do antigo excesso. (Esse processo terá duração diferente por todo o nosso país; a situação de oferta e demanda varia amplamente conforme a localidade.) Enquanto o restabelecimento ocorre, contudo, nossas empresas ligadas ao setor imobiliário cambaleiam, empregando apenas 43.315 pessoas, comparadas com 58.769 em 2006. Esse muitíssimo importante setor da economia, que inclui não apenas construção, mas também tudo que se sustenta dela, permanece em uma *depressão* própria. Acredito ser essa a principal razão de a recuperação na taxa de desemprego ter ficado tão severamente para trás da recuperação constante e substancial que vimos em quase todos os outros setores de nossa economia.

Sábias políticas monetária e fiscal desempenham papel importante para amenizar recessões, mas essas ferramentas não criam novas famílias nem eliminam o excesso de unidades residenciais. Felizmente, a demografia e nossa estrutura de mercado restaurarão o equilíbrio necessário — provavelmente em breve. Quando esse dia chegar, novamente construiremos um milhão de unidades residenciais, ou mais, por ano. Acredito que os especialistas ficarão surpresos com o quanto que o desemprego cairá, uma vez que isso acontecer. Então, eles despertarão novamente para o que tem sido verdade desde 1776: os melhores dias dos Estados Unidos estão à frente.

Recompras de ações

Em setembro passado, anunciamos que a Berkshire recompraria suas ações pelo preço de até 110% de seu valor patrimonial contábil. Participamos do mercado apenas por alguns dias — comprando US\$ 67 milhões em

¹ Tradução de alguns excertos da carta de 2011. Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na tradução.

ações — antes de o preço avançar além de nosso limite. Todavia, a importância geral das recompras de ações indica que eu deva focar um pouco no assunto.

Eu e o Charlie somos a favor recompras quando duas condições forem satisfeitas: primeiro, a empresa tem fundos suficientes para atender às necessidades operacionais e de liquidez de seu negócio; segundo, suas ações estão sendo vendidas a um desconto substancial em relação ao valor intrínseco, calculado conservadoramente.

Observamos muitos eventos de recompras que fracassam no segundo teste. Às vezes, claro, as infrações — mesmo graves — são inocentes; muitos diretores executivos nunca param de acreditar que suas ações estejam baratas. Em outros casos, uma conclusão menos benigna parece justificada. Não é suficiente dizer que recompras estão sendo feitas para compensar a diluição resultante de emissões de ações ou simplesmente porque a empresa tem excesso de caixa. Os acionistas que permanecem são *prejudicados*, a menos que as recompras sejam feitas abaixo do valor intrínseco. A primeira lei da alocação de capital — seja o dinheiro destinado para aquisições ou recompras de ações — é: o que é inteligente em um preço é estúpido em outro. (Um diretor executivo que sempre enfatiza esse fator preço/valor nas decisões de compra é o Jamie Dimon do J.P. Morgan; recomendo que leiam sua carta anual.)

Eu e o Charlie temos emoções conflitantes quando as ações da Berkshire são vendidas abaixo do valor intrínseco. Gostamos de ganhar dinheiro para os acionistas que continuam conosco e não há maneira mais garantida de fazer isso do que comprando um ativo — nossas próprias ações —, que sabemos valer *no mínimo* x , por menos do que isso — por $0,9x$, $0,8x$ ou menos ainda. (Como diz um dos membros de nosso conselho, é como dar tiro nos peixes em um barril, *depois* de o barril ter sido drenado e de os peixes terem parado de pular.) Todavia, não temos prazer em recomprar os papéis de nossos sócios com desconto, mesmo que, ao fazer isso, possamos oferecer aos acionistas que vendem um preço um pouco mais alto do que eles receberiam se a nossa oferta de compra estivesse ausente. Portanto, quando estamos comprando, queremos aqueles sócios que estão saindo devidamente informados sobre o valor dos ativos que estão vendendo.

Ao nosso preço limite de 110% do valor patrimonial contábil, as recompras evidentemente aumentam o valor intrínseco por ação da Berkshire. Quanto mais comprarmos e mais barato for o preço, maior será o ganho para os acionistas que permanecem. Portanto, se dada a oportunidade, provavelmente recompraremos ações agressivamente pelo nosso preço limite ou menos. Vocês devem saber, contudo, que não temos interesse em criar um suporte para o preço da ação e que nossas ofertas de compra diminuirão em mercados particularmente fracos. Também não compraremos ações se nossas posi-

ções de caixa e equivalentes estiverem abaixo de US\$ 20 bilhões. Na Berkshire, solidez financeira inquestionável tem precedência sobre todo o resto.

Essa discussão sobre recompras me oferece a chance de endereçar a reação irracional de muitos investidores às mudanças nos preços das ações. Quando a Berkshire investe em uma empresa que está recomprando suas ações, esperamos que dois eventos aconteçam: primeiro, como é comum, esperamos que os lucros do negócio aumentem a passos rápidos por um longo tempo por vir; e, segundo, também esperamos que as ações *tenham desempenho pior* do que o do mercado, também por um longo tempo. Um corolário para este segundo ponto: “promover” uma ação que possuímos — mesmo que isso fosse eficaz — na verdade seria prejudicial à Berkshire e não proveitoso como presumem costumeiramente os comentaristas.

Usemos a IBM como exemplo. Como sabem todos os que gostam de observar negócios, os diretores executivos Lou Gerstner e Sam Palmisano realizaram um trabalho soberbo ao levar a IBM de sua quase falência, vinte anos atrás, para sua proeminência hoje. Seus feitos operacionais foram verdadeiramente extraordinários.

Mas sua gestão financeira foi igualmente brilhante, particularmente em anos recentes, conforme a flexibilidade financeira da empresa melhorou. De fato, não consigo pensar em alguma das maiores empresas que tenha sido financeiramente melhor gerida, uma aptidão que aumentou substancialmente os ganhos desfrutados pelos acionistas da IBM. A empresa tem sabiamente utilizado endividamento, realizado aquisições que adicionam valor — pagando quase exclusivamente com caixa — e recomprado suas próprias ações agressivamente.

Hoje, a IBM tem 1,16 bilhão de ações em circulação, das quais possuímos cerca de 63,9 milhões, ou 5,5%. Naturalmente, o que vai acontecer com os lucros da empresa durante os próximos cinco anos é de enorme importância para nós. Não obstante, a empresa provavelmente gastará mais ou menos US\$ 50 bilhões durante esses anos para recomprar ações. Nossa prova do dia: um acionista de longo prazo, como a Berkshire, deveria torcer para acontecer o quê durante esse período?

Não vou mantê-los em suspense. Deveríamos desejar que o preço das ações da IBM *se enfraquecesse* durante os cinco anos.

Vamos fazer as contas. Se o preço das ações da IBM fosse, na média, US\$ 200 durante o período, a empresa adquiriria 250 milhões de ações pelos seus US\$ 50 bilhões. Conseqüentemente, haveria 910 milhões de ações em circulação e possuiríamos cerca de 7% da empresa. Por outro lado, se as ações, na média, fossem vendidas a US\$ 300 durante o período de cinco anos, a

IBM adquiriria apenas 167 milhões de ações. Isso resultaria em cerca de 990 milhões de ações em circulação depois de cinco anos, das quais possuiríamos 6,5%.

Se a IBM lucrasse, digamos, US\$ 20 bilhões no quinto ano, nossa parcela desses lucros seria US\$ 100 milhões maior sob o cenário “decepcionante”, com preço mais baixo das ações, do que teria sido com o preço mais alto. Mais tarde, em algum momento nossas ações valeriam, talvez, US\$ 1,5 bilhão a mais do que se tivesse ocorrido o cenário de recompra “a preço alto”.

A lógica é simples: se você vai ser, no saldo, um comprador de ações no futuro, diretamente com seu próprio dinheiro ou indiretamente (por meio da propriedade de uma empresa que esteja recomprando ações), você é *prejudicado* quando as ações sobem. Você se beneficia quando as ações despencam. *As emoções*, contudo, muito freqüentemente complicam o assunto: a maioria das pessoas — incluindo aquelas que no futuro serão, no saldo, compradoras — fica encorajada ao ver os preços das ações avançarem. Esses acionistas assemelham-se ao motorista que se alegra após o preço do combustível aumentar, simplesmente porque seu tanque contém abastecimento para um dia.

Eu e o Charlie não esperamos convencer muitos de vocês a respeito de nossa maneira de pensar — já observamos comportamento humano suficiente para saber que isso é fútil — mas queremos que estejam cientes de nosso raciocínio. E aqui uma confissão é apropriada: no meu começo eu também me alegrava quando o mercado subia. Então, li o capítulo oito de *O Investidor Inteligente* de Ben Graham, que trata de como os investidores deveriam enxergar oscilações nos preços das ações. Imediatamente, caiu a ficha e preços baixos viraram meus amigos. Pegar aquele livro foi um dos momentos de maior sorte da minha vida.

No fim, o sucesso de nosso investimento na IBM será determinado principalmente pelos lucros futuros da empresa. Mas um fator secundário importante será quantas ações ela recomprará com as somas substanciais que provavelmente utilizará para essa atividade. E se algum dia as recompras reduzirem as ações em circulação da IBM para 63,9 milhões, abandonarei minha famosa frugalidade e darei folga remunerada aos empregados da Berkshire.

Um lar permanente para negócios

Aqueles que mais recentemente tornaram-se acionistas da Berkshire podem ficar intrigados sobre nossa decisão de continuarmos com empresas que errei em investir. Afinal de contas, seus lucros nunca serão importantes para a *valuation* da Berkshire e empresas problemáticas exigem mais tempo gerencial do que as vencedoras. Qualquer consultor de gestão ou de Wall Street olharia nossas retardatárias e diria “livre-se delas”.

Isso não vai acontecer. Durante 29 anos, temos com regularidade exposto os princípios econômicos da Berkshire nestes relatórios, [descrevendo] nossa relutância geral em vender as empresas com desempenho medíocre (que, na maioria dos casos, ficam para trás por causa de fatores de suas atividades, em vez de deficiências de suas administrações). Nossa abordagem está longe de ser Darwiniana e muitos de vocês podem desaprová-la. Entendo sua posição. Contudo, assumimos com os vendedores — e continuamos a assumir — compromissos de que os negócios comprados seriam retidos, mesmo que viessem a ter dificuldades. Até agora, o custo em dólares desse comprometimento não foi substancial e é bem possível que seja compensado pela reputação que constrói com os potenciais vendedores que procuram o lar certo e permanente para seus estimados negócios e fiéis associados. Esses proprietários sabem que o que recebem de nós não pode ser entregue por outros e que nossos comprometimentos serão válidos durante muitas décadas futuras.

Por favor entendam, contudo, que eu e o Charlie não somos masoquistas nem Polianas. Se [...] o negócio provavelmente for um desperdiçador de caixa no longo prazo, ou se o conflito trabalhista for endêmico, tomaremos prontamente ações decisivas. Situações assim ocorreram apenas duas vezes em nossa história de 47 anos e nenhum dos negócios que possuímos agora está em dificuldades a ponto de considerarmos descartá-lo.

Posições de derivativos

Há pouca novidade para relatar sobre nossas posições de derivativos, que descrevemos detalhadamente em relatórios passados. Uma importante mudança na indústria, contudo, deve ser notada: apesar de nossos contratos existentes terem exigências de garantias [*collateral requirements*] muito pequenas, as regras mudaram para posições novas. Conseqüentemente, não iniciaremos qualquer posição importante de derivativos. Evitamos contratos de qualquer tipo que possam exigir o depósito imediato de garantias. A possibilidade de uma repentina e enorme exigência de depósito — resultante de um evento inesperado, como pânico financeiro mundial ou um ataque terrorista maciço — é inconsistente com nossos objetivos primários de liquidez em excesso e solidez financeira inquestionável.

Nossos contratos de derivativos que funcionam como seguro, por meio dos quais temos de ressarcir se houver inadimplência em várias obrigações, que faziam parte de índices de títulos de renda fixa de alta rentabilidade [*high-yield bond indices*], estão chegando ao fim. Os contratos que mais nos expuseram a perdas já venceram e os restantes terminarão logo. Em 2011, pagamos US\$ 86 milhões em duas perdas, trazendo nosso total de ressarcimentos para US\$ 2,6 bilhões. Temos quase certeza de que realizaremos um “lucro operacio-

nal” final com esta carteira, porque recebemos US\$ 3,4 bilhões em prêmios e nossas perdas futuras tendem a ser pequenas. Além do mais, teremos chegado a uma média de US\$ 2 bilhões em *float* durante os cinco anos de vida desses contratos. Esse resultado bem-sucedido durante um período de grande tensão nos mercados de crédito ressalta a importância de se obter prêmios que sejam proporcionais aos riscos.

Eu e o Charlie continuamos a acreditar que nossas posições de *equity put* produzirão lucro significativo, considerando tanto os US\$ 4,2 bilhões de *float*, que teremos retido por mais de 15 anos, como os US\$ 222 milhões de lucro já realizados com os contratos que recomparamos. No fim do ano, o valor patrimonial contábil da Berkshire refletia um passivo de US\$ 8,5 bilhões relativo aos contratos remanescentes; se todos eles tivessem vencido naquele momento nosso pagamento teria sido de US\$ 6,2 bilhões.

As escolhas básicas para os investidores e aquela que fortemente preferimos

Muitas vezes, investir é descrito como o processo de desembolsar dinheiro no presente, na expectativa de receber mais dinheiro no futuro. Na Berkshire, encaramos o assunto de forma mais exigente, definindo investimento como a transferência, para outros, de poder de compra presente com a expectativa racional de receber mais poder de compra futuro — *depois de os impostos sobre os ganhos nominais terem sido pagos*. Mais sucintamente, investir é renunciar ao consumo agora, a fim de se ter a capacidade de consumir mais em uma data posterior.

Da nossa definição resulta um corolário importante: o risco de um investimento *não é* medido pelo beta (um termo de Wall Street que incorpora volatilidade e muitas vezes é usado para medir risco) mas, em vez disso, pela probabilidade — a probabilidade *racional* — desse investimento causar, a seu proprietário, perda de poder de compra ao longo de seu período de retenção. Ativos podem ter seus preços oscilando muito e não ser arriscados, contanto que seja provável que gerem maior poder de compra durante o período de investimento. E, como veremos, um ativo que não oscila pode estar carregado de risco.

As possibilidades de investimento são muitas e variadas. Há três categorias principais, contudo, e é importante compreender as características de cada uma. Então, vamos examinar o assunto.

- Os investimentos cujo valor é diretamente dependente de uma dada moeda incluem fundos de *money-market* [fundos de curtíssimo prazo], títulos de dívida, créditos hipotecários, depósitos bancários e outros instrumentos. A maioria desses investimentos com valor dependente de uma moeda é considerada “segura”. Na ver-

dade, eles estão entre os ativos mais perigosos. Seu beta pode ser zero, mas seu risco é imenso.

Durante o último século, esses instrumentos destruíram o poder de compra de investidores em muitos países, mesmo quando seus detentores continuaram a receber pagamentos tempestivos de juros e principal. Além do mais, esse resultado horrível vai repetir-se para sempre. No fim das contas, são os governos que determinam o valor do dinheiro e forças sistêmicas às vezes os fazem gravitar para políticas que produzem inflação. De tempos em tempos, essas políticas saem do controle.

Mesmo nos Estados Unidos, onde é forte o desejo por uma moeda estável, desde 1965, quando assumi a administração da Berkshire, o dólar perdeu desconcertantes 86% de seu valor. São necessários nada menos do que US\$ 7,00 hoje para comprar o que US\$ 1,00 comprava naquele tempo. Conseqüentemente, uma instituição isenta de impostos teria precisado de títulos de dívida rendendo 4,3% de juros ao ano, durante esse período, simplesmente para manter seu poder de compra. Seus administradores teriam enganado a si mesmos se tivessem considerado “rendimento” *qualquer* porção desses juros.

Para investidores que pagam impostos, como eu e você, o cenário foi muito pior. Durante o mesmo período de 47 anos, o reinvestimento contínuo em Letras do Tesouro dos Estados Unidos produziu 5,7% ao ano. Parece satisfatório. Mas, se o investidor pessoa física pagou imposto de renda a uma taxa de 25%, na média, esse retorno de 5,7% não rendeu *nada* em termos reais. O imposto de renda (visível) privou esse investidor de 1,4 pontos do retorno e o imposto (invisível) da inflação devorou os 4,3 pontos remanescentes. É digno de nota que o “imposto” implícito da inflação foi mais do que o triplo do imposto de renda explícito, que nosso investidor provavelmente considerou seu principal encargo. “Em Deus Confiamos” pode estar estampado em nosso dinheiro, mas a mão que ativa a impressora de dinheiro em nosso governo tem sido demasiado humana.

Altas taxas de juros, claro, podem compensar os investidores pelo risco de inflação a que eles se sujeitam com investimentos cujo valor depende de uma moeda — e, de fato, as taxas do começo dos anos 80 realizaram bem essa tarefa. As taxas atuais, contudo, não chegam perto de compensar o risco de perda que os investidores estão assumindo no poder de compra. Neste momento, os títulos de dívida deveriam vir com um rótulo de advertência!

Nas condições de hoje, portanto, não gosto de investimentos cujo valor dependa de uma moeda. Mesmo assim, a Berkshire possui quantias significativas deles, principalmente da categoria de curto prazo.

Na Berkshire, a necessidade de liquidez abundante ocupa o palco principal e *nunca* será menosprezada, por mais inadequadas que sejam as taxas. Para acomodar essa necessidade, possuímos principalmente Letras do Tesouro dos Estados Unidos, o único investimento com liquidez confiável na maioria dos casos de condições econômicas caóticas. Nosso nível operacional de liquidez é de US\$ 20 bilhões; US\$ 10 bilhões é nosso mínimo absoluto.

Além das exigências impostas pela liquidez e pelos agentes reguladores, compraremos valores mobiliários cujo valor depende de uma moeda somente se oferecerem a possibilidade de um ganho fora do comum — seja porque um título de dívida específico está precificado inadequadamente, como pode ocorrer periodicamente em quedas vertiginosas do mercado de *junk bonds*², ou porque as taxas subiram a um nível que oferece a possibilidade de realização de ganhos de capital substanciais, com títulos de dívida que têm baixo risco de crédito, quando as taxas posteriormente caírem. Embora tenhamos explorado ambas oportunidades no passado — e possamos fazê-lo novamente — estamos agora voltados 180 graus em relação a essas perspectivas. Hoje, parece adequado um comentário irônico feito há muito tempo pelo *Wall Streeter* Shelby Cullom Davis: “Títulos de dívida que são promovidos como oferecendo retorno sem risco estão agora precificados para entregar risco sem retorno.”

- A segunda principal categoria de investimentos compreende ativos que nunca produzirão algo, mas que são adquiridos na esperança do comprador de que algum outro investidor — que também sabe que esses ativos serão improdutivos para sempre — pagará mais por eles no futuro. Tulipas, é surpreendente, por pouco tempo tornaram-se as favoritas desses compradores no século XVII.

Esse tipo de investimento exige um conjunto em expansão de compradores que, por sua vez, são atraídos por acreditarem que o conjunto comprador vai expandir-se ainda mais. Os proprietários *não* são inspirados pelo que o ativo em si pode produzir — ele permanecerá sem vida para sempre — mas, em vez disso, pela convicção de que outros o desejarão ainda mais avidamente no futuro.

O principal ativo nesta categoria é ouro, atualmente um enorme favorito de investidores que temem quase todos os outros ativos, especialmente papel moeda (cujo valor têm razão em temer, conforme observado). Ouro, contudo, tem duas deficiências significativas, não sendo muito útil nem produtivo. Verdade, ouro tem alguma utilidade industrial e decorativa, mas a demanda para essas finalidades é limitada e incapaz de absorver a produção nova. Entretanto, se

you possess one ounce of gold for an eternity, in the end you will still have one ounce.

O que motiva a maioria dos compradores de ouro é sua convicção de que as fileiras de medrosos crescerão. Durante a última década, essa convicção provou-se correta. Além disso, a subida no preço por si só gerou entusiasmo adicional, atraindo compradores que enxergam a subida como validação de uma tese de investimento. Conforme os investidores “que aderem à onda” entram na festa, eles criam sua própria verdade — *por algum tempo*.

Durante os últimos 15 anos, tanto as ações de empresas da internet como os imóveis demonstraram os excessos extraordinários que podem ser criados pela combinação de uma tese inicialmente sensata com uma subida de preços bastante divulgada. Nessas bolhas, um exército de investidores inicialmente céticos sucumbiu às “provas” apresentadas pelo mercado, e o conjunto de compradores — por algum tempo — expandiu-se suficientemente para manter o movimento da onda. Mas, bolhas que ficam grandes o suficiente inevitavelmente estouram. E o velho provérbio confirma-se mais uma vez: “o que o sábio faz no começo, o tolo faz no fim.”

Hoje o estoque de ouro no mundo é de aproximadamente 170.000 toneladas. Se todo esse ouro fosse derretido junto, formaria um cubo medindo cerca de 21 metros nos lados. (Vocês podem imaginá-lo cabendo com folga dentro da área interna de um campo de beisebol.) A US\$ 1.750 por onça — o preço do ouro no momento em que escrevo —, seu valor seria de US\$ 9,6 trilhões. Vamos chamar esse cubo de lote A.

Vamos agora criar um lote B custando uma quantia equivalente. Com ela, poderíamos comprar *todas* as terras cultiváveis dos Estados Unidos (400 milhões de acres com produção de cerca de US\$ 200 bilhões por ano), mais 16 Exxon Mobils (a empresa mais lucrativa do mundo, com mais de US\$ 40 bilhões de lucro por ano). Depois dessas compras, ainda teríamos cerca de US\$ 1 trilhão de “trocado” no bolso (não faz sentido sentir-se duro depois desses gastos extravagantes). Vocês podem imaginar um investidor com US\$ 9,6 trilhões escolhendo o lote A em vez de o lote B?

Além da *valuation* assombrosa do estoque de ouro existente, os preços atuais fazem o total de ouro produzido por ano chegar ao mercado por cerca de US\$ 160 bilhões. Compradores — sejam eles joalheiros e usuários industriais, indivíduos amedrontados ou especuladores — têm de continuamente absorver esse suprimento, meramente para manter o equilíbrio dos preços atuais.

² Títulos com baixa classificação de crédito e que, portanto, tendem a oferecer altas taxas de juros.

Daqui a um século, os 400 milhões de acres de terras cultiváveis terão produzido quantias abismais de milho, trigo, algodão e outras culturas — e continuarão a produzir uma valiosa abundância, seja qual for a moeda corrente. A Exxon Mobil provavelmente terá distribuído trilhões de dólares em dividendos a seus proprietários e também possuirá ativos que valerão mais muitos trilhões (e, lembrem-se, são 16 Exxons). As 170.000 toneladas de ouro terão tamanho inalterado e ainda serão incapazes de produzir algo. Vocês podem acariciar o cubo, mas ele não responderá.

Reconheço, quando daqui a um século as pessoas estiverem medrosas, é provável que muitas ainda corram para o ouro. Estou convencido, contudo, de que a *valuation* atual de US\$ 9,6 trilhões do lote A crescerá ao longo do século a uma taxa muito inferior àquela obtida pelo lote B.

- Nossas duas primeiras categorias desfrutam de popularidade máxima nos picos de medo: o terror em relação a um colapso econômico impele os indivíduos a ativos cujo valor depende de uma moeda, mais particularmente obrigações dos Estados Unidos, e o medo de um colapso da moeda cria o movimento para ativos estéreis como o ouro. Ouvimos “*cash is king*” no fim de 2008, justamente quando o dinheiro deveria ter sido empregado em vez de retido. De forma semelhante, ouvimos “*cash is trash*” no começo dos anos 80, justamente quando investimentos fixados em dólar estavam em seu nível mais atrativo na memória. Nessas ocasiões, os investidores que precisaram do aval da multidão pagaram caro por essa tranqüilidade.

Minha preferência pessoal — e vocês sabiam que isto estava por vir — é nossa terceira categoria: o investimento em ativos produtivos, sejam eles negócios, fazendas ou imóveis. Idealmente, esses ativos devem ter a capacidade de, em tempos inflacionários, entregar uma produção que mantenha seu poder de compra, enquanto exigem um mínimo em investimento de novo

capital. Fazendas, imóveis e muitos negócios como a Coca-Cola, a IBM e a nossa See’s Candy passam nesse teste de duplo foco. Certas outras empresas — pensem em nossas (regulamentadas) prestadoras de serviços de utilidade pública, por exemplo — fracassam no teste porque a inflação lhes impõe pesadas exigências de capital. Para lucrar mais, seus proprietários têm de investir mais. Mesmo assim, esses investimentos continuarão sendo superiores a ativos não produtivos ou cujo valor depende de uma moeda.

Seja a moeda corrente, daqui a um século, baseada em ouro, conchas, dentes de tubarão ou pedaços de papel (como hoje), as pessoas estarão dispostas a permutar o equivalente a dois minutos de seu trabalho diário por uma Coca-Cola ou algum doce da See’s. No futuro, a população do Estados Unidos vai circular mais produtos, consumir mais alimentos e exigir mais espaço para moradia do que hoje. As pessoas para sempre permutarão o que elas produzem por aquilo que outras produzem.

Os negócios de nosso país continuarão a entregar eficientemente produtos e serviços desejados por seus cidadãos. Metaforicamente, essas “vacas” comerciais viverão séculos e também produzirão quantidades cada vez maiores de “leite”. Seu valor não será determinado pelo meio de troca mas, em vez disso, por sua capacidade de entregar o leite. Os proventos da venda do leite multiplicar-se-ão para os proprietários das vacas, da mesma forma que fizeram durante o século XX quando o índice Dow Jones subiu de 66 para 11.497 (e também pagou um monte de dividendos). A meta da Berkshire será aumentar sua propriedade de negócios de primeira categoria. Nossa primeira opção será possuí-los na totalidade — mas também seremos proprietários pela retenção de quantidades consideráveis de ações negociáveis. Acredito que durante qualquer período extenso de tempo esta categoria de investimento provar-se-á, com folga, a vencedora entre as três que examinamos. Mais importante: será *de longe* a mais segura. •

A publicação da Newsletter Value Investing Brasil tem natureza meramente informativa e não caracteriza qualquer atividade de consultoria de valores mobiliários e/ou de gestão de recursos (para os fins de que tratam a Instrução CVM n.º 306/99 e a Instrução CVM n.º 43/85), por parte dos editores, entrevistados ou pessoas que tenham seu trabalho reproduzido ou que sejam citadas no boletim. Decisões de investimento que venham a ser tomadas com base nas informações publicadas na Newsletter Value Investing Brasil serão de responsabilidade exclusiva do leitor e/ou investidor interessado.