

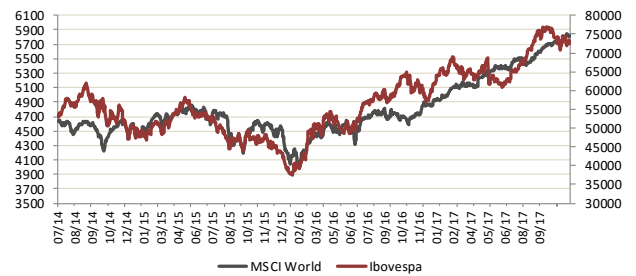


## BOLETIM SEMANAL

sexta-feira, 8 de dezembro de 2017

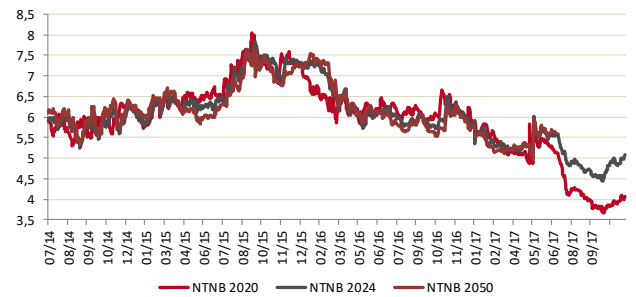
### BOLSAS

	Cotação	Semana	MTD	YTD
MSCI World - Dvlp, Net, TR	5812	-0,26%	3,43%	19,99%
MSCI ACWI	240	-0,39%	3,24%	21,06%
IBX	30227	1,27%	-1,89%	21,94%
Ibovespa	73135	1,20%	-1,56%	21,43%
NASDAQ	6849	0,02%	5,44%	27,24%
S&P 500	2651	0,32%	5,21%	18,39%
EURO STOXX 50	3591	1,81%	-0,09%	9,15%
TOPIX	1804	0,40%	7,70%	18,78%
Shenzhen CSI 300	4003	0,13%	4,35%	20,95%



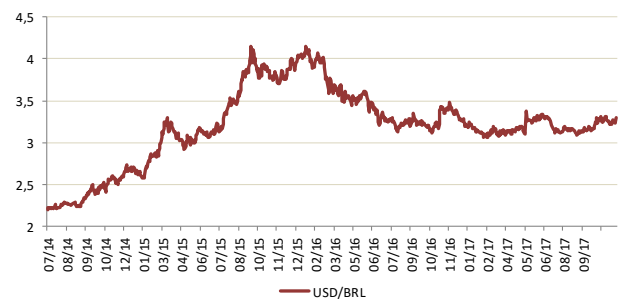
### RENDA FIXA

	Cotação	MTD	YTD
10Y Treasuries	2,38%	2,33%	2,44%
10Y Gilts	1,28%	1,36%	1,24%
10Y Bunds	0,31%	0,46%	0,21%
LTN 2018	6,92%	7,36%	11,51%
NTN-B 2020	4,07%	3,79%	6,23%
NTN-B 2024	5,07%	4,56%	5,89%
NTN-B 2050	5,50%	5,11%	5,73%



### MOEDAS

	Cotação	MTD	YTD
BRL/USD	3,30	-4,19%	-1,22%
EUR/USD	0,85	-0,44%	10,57%
GBP/USD	0,75	-0,03%	7,83%
JPY/USD	113,52	-0,90%	2,94%



### COMMODITIES

	Cotação	Semana	MTD	YTD
Ouro	1249	-2,60%	-2,79%	8,45%
Petróleo (WTI)	57	-1,83%	10,88%	6,65%
Petróleo (Brent)	63	-0,71%	11,43%	11,37%
DJ UBS Commodities	171	-2,85%	-0,32%	-3,18%

### ÍNDICES

	Semana	MTD	YTD
IMA-B5	0,03%	0,70%	11,72%
IMA-B5+	-0,40%	-2,73%	11,49%
IRFM	0,31%	0,62%	14,27%
FTSE NAREIT Developed	-0,61%	1,68%	9,11%



No cenário político brasileiro, cabe destacar primeiramente a pesquisa do Instituto Datafolha divulgada neste sábado, na qual o ex-presidente Lula aparece com 34% a 37% das preferências entre os eleitores, a depender dos cenários eleitorais. O deputado Jair Bolsonaro o segue isolado em segundo lugar, obtendo entre 17% e 19% dos potenciais votos no primeiro turno das eleições. Caso Marina Silva seja incluída no levantamento, a mesma obtém 9% dos votos, acima de Alckmin e Ciro Gomes, que atingem apenas 6% do eleitorado.

Foi relevante ainda a confirmação por parte do presidente Michel Temer de que o governo planeja realizar a votação da Reforma da Previdência nos dias 18 ou 19 de dezembro. Entretanto, dada a indefinição acerca da capacidade do governo de atingir a quantidade de deputados necessários para aprovar a reforma, é possível que o Planalto e o Presidente da Câmara, Rodrigo Maia, recuem e a posterguem para 2018. O levantamento do jornal O Estado de São Paulo, que até o momento já ouviu 425 deputados, mostra que atualmente no Congresso existem 212 parlamentares que já declararam seu voto contrário à reforma que será apresentada no Plenário. São necessários ao menos 308 votos a favor da reforma, em uma Câmara com 513 Congressistas, o que demonstra que, no cenário atual, a base do governo não angariou o apoio necessário para aprovar a principal medida do ajuste fiscal. Mesmo com o PMDB e o PTB já sinalizando que devem obrigar sua bancada no Congresso a votar em bloco a favor da Reforma da Previdência, será difícil que o governo consiga, em 10 dias, organizar sua base e partidos de fora do governo para seguir adiante com o projeto apresentado.

No cenário econômico brasileiro, vale ressaltar a decisão do Copom de cortar a SELIC em 50 bps, para a mínima histórica de 7% a.a. O colegiado presidido por Ilan Goldfajn sinalizou ainda um novo corte na taxa básica para a próxima reunião, marcada para os dias 6 e 7 de fevereiro de 2018, a depender do andamento do cenário econômico e político no qual se encontrará a economia brasileira nos próximos meses. Foi relevante ainda a divulgação do IPCA, que apresentou variação positiva de 0.28% com relação ao mês anterior, acumulando nos últimos 11 meses

uma alta de 2.50%, a menor inflação para o período desde 1998.

Nos Estados Unidos, vale ressaltar a aprovação de uma lei que estende o financiamento do governo federal por duas semanas, evitando assim o shutdown do governo. Com relação à reforma tributária, vale destacar a sinalização da Casa Branca de que pode vir a apoiar uma reforma tributária com uma alíquota de impostos corporativos superior a 20%, a fim de facilitar o processo de promulgação da reforma.

No cenário geopolítico, ressalta-se a realização de um exercício militar conjunto entre Coreia do Sul e EUA, que acirrou as tensões no sudeste asiático, deixando o continente, nas palavras da diplomacia norte-coreana: “à beira de uma guerra nuclear”. Além disso, foi pertinente o reconhecimento por parte do governo americano de Jerusalém como capital de Israel, tendo sofrido repúdio de diversos países de maioria muçulmana, e de lideranças islâmicas ao redor do mundo.

Com relação aos indicadores econômicos dos EUA, vale lembrar os números para a taxa de desemprego americana no mês de novembro, que se manteve em 4.1%, e para o ISM-Non Manufacturing PMI para o mesmo período, que marcou 57.4 pontos.

Na Europa, vale destacar o avanço nas negociações entre o Reino Unido e a União Europeia acerca do Brexit. Apesar de seus termos ainda não terem divulgados em detalhes, já se sabe que não haverá o estabelecimento de uma “fronteira dura” entre a República da Irlanda e a Irlanda do Norte e que serão protegidos os direitos de cidadãos europeus no Reino Unido e vice-versa. Com relação à definição de regras para o comércio internacional, as negociações devem ser iniciadas apenas a partir de fevereiro de 2018. Acerca dos indicadores econômicos europeus, vale ressaltar a divulgação dos PMIs de serviços nos principais países da Zona do Euro, marcando expansão da atividade em todos os principais países do bloco, assim como a produção industrial no Reino Unido, que apresentou variação (MoM) positiva em 0.10% durante o mês de outubro.

## Destaques de Conjuntura

### A Previdência e a regra de repartição (Rubens Penha Cysne - 05/12/2017)

*Rubens Penha Cysne é professor da FGV--EPGE.*

\* \* \*

A regra básica de equilíbrio orçamentário no sistema de previdência, usualmente denominada "regra de repartição", deve necessariamente permear quaisquer discussões sobre reforma previdenciária.

Para ficar claro como funciona tal regra, tomemos uma economia com apenas dois indivíduos, um jovem e o outro idoso. Suponhamos que, inicialmente, o salário da ativa de cada indivíduo seja igual a R\$ 100. E que a alíquota de contribuição previdenciária seja igual a 30%.

Neste caso, se o indivíduo idoso se aposenta, o montante total disponível para custear sua aposentadoria será igual a R\$ 30 (30% do salário de R\$ 100 do indivíduo jovem). Sua aposentadoria poderá superar este montante. Mas neste caso o indivíduo jovem terá que pagar acima de 30% de seu salário. Ou aumentando a sua alíquota previdenciária ou o seu imposto de renda. Imposto este que, a princípio, poderia também ser direcionado para outras despesas públicas.

Os que se posicionarem a favor de um salário de aposentadoria maior para o idoso (que recebia R\$ 100 e passou a receber apenas R\$ 30) poderão ser atendidos. Basta que convençam o mais jovem a contribuir com mais do que 30% da sua renda. Para que o idoso se aposente com 100% do seu salário, por exemplo, o jovem deverá contribuir com 100% da sua renda.

Caso se sinta injustiçado por contribuir mais sem esperança de receber no futuro, entretanto, o indivíduo jovem poderá também preferir não trabalhar, trabalhar no setor informal ou se mudar para outra economia. Embora possa arbitrar alíquotas de contribuição e impostos, o governo não pode impedir este tipo de decisão individual.

Se o indivíduo optar por uma destas três alternativas, o salário de aposentadoria daquele que se aposentou não poderá mais ser igual nem a R\$ 100 nem a R\$ 30. Mas sim igual a zero, pois o único indivíduo jovem disponível para trabalhar e sustentar sua aposentadoria decidiu não mais ser contribuinte do sistema.

Neste exemplo simplificado a relação contribuinte/beneficiário é igual a 1. E o salário de aposentadoria que satisfaz à regra de repartição é igual a 30% do salário da ativa. Tudo ficaria economicamente mais fácil se houvesse 2 contribuintes, e não apenas 1, para cada beneficiário.

Neste caso, uma alíquota de contribuição de 30% poderia gerar um salário de reposição de R\$ 60, e não mais de apenas R\$ 30. De fato, agora seriam 2 contribuintes pagando R\$ 30 cada, para o único aposentado. Visto por outro lado, um salário de aposentadoria de R\$ 100 demandaria uma alíquota de 50% de cada contribuinte, e não mais de 100%. É fácil entender que uma relação de contribuintes sobre beneficiários igual a 4 demandaria apenas 25% de contribuição para uma aposentadoria de 100% da renda da ativa, e assim por diante.

A dificuldade no caso brasileiro é que, em função da maior longevidade e de estarem nascendo menos pessoas, a relação contribuinte/beneficiário está se reduzindo, e não aumentando. Se a sociedade quer manter a relação entre salário de aposentadoria e salário da ativa, as alíquotas têm que aumentar com o tempo.

Tomemos, para fins de fácil entendimento, apenas as aposentadorias regidas pelo Regime Geral da Previdência Social (INSS). Isto exclui do contexto deste artigo o importante debate sobre equidade entre rendimentos de aposentadoria no setor público e privado.

Afonso (2016) calcula, relativamente ao INSS, um salário médio de reposição em torno de 82,5% do salário da ativa. Por outro lado, o último número disponível do Dataprev, relativo a 2015, mostra uma relação de 2,15 contribuintes para cada beneficiário do INSS. Isto faz com que a alíquota de contribuição que equilibra receitas e despesas seja de 38,4% ( $= 82,5/2,15$ ) da folha salarial.

A título de comparação, a alíquota efetiva paga pelos contribuintes do INSS girou em 2015 em torno de 28,7%, o que gera um salário de aposentadoria de apenas 61,6% ( $= 0,287*2,15$ ) do salário da ativa. A diferença de 61,6% para 82,5% do salário da ativa é atualmente coberta por fontes de receita fiscal adicionais às contribuições previdenciárias.

Para ilustrar o problema colocado pela evolução etária da população brasileira, apresentamos no gráfico duas evoluções da alíquota de contribuição entre 2015 e 2060. A primeira é aquela que mantém o salário atual de 61,6% do salário da ativa, dependendo de taxa adicional dos contribuintes para chegar aos 82,5% atuais.

Seu valor em 2015, como vimos anteriormente é de 28,7%. A segunda é aquela que equilibra o INSS com um salário de aposentadoria igual àquele vigente em 2015, da ordem de 82,5% do salário da ativa, sem a necessidade de complementação com outras receitas fiscais. Como vimos, seu valor em 2015 foi igual a 38,4%.

Em ambos os casos se utilizam as projeções demográficas brasileiras e a hipótese otimista que a relação contribuintes/beneficiários evolua, pelo incentivo à maior formalização do trabalho, mais favoravelmente do que a relação entre a população em idade de trabalho e aquela em idade de aposentadoria.

É interessante observar que, mesmo no caso de apenas manter o atual salário de aposentadoria determinado pela regra de repartição, a alíquota sobre a folha salarial atinge em 2060 um valor impossível de ser efetivamente alcançado na prática, de 68,9% ( $= 61,6/0,893$ ), onde 0,893 reflete a relação contribuinte/beneficiário prevista para 2060. Trata-se da barra interna do gráfico. A alíquota que permite o equilíbrio atuarial com o atual salário de aposentadoria de 82,5% é ainda mais proibitiva, alcançando 92,3% ( $=0,825/0,893$ ) da folha salarial.

Conclui-se em ambos os casos que há uma necessidade imperiosa de se rever, o mais rapidamente possível, as regras atuais que regem o sistema previdenciário brasileiro. Um aumento da idade mínima de aposentadoria, ao elevar no longo prazo a trajetória da relação contribuintes/beneficiários em relação àquela com a qual aqui trabalhamos, representa um dos caminhos possíveis.

**Fonte: Valor Econômico**

## Bitcoin and Bubbles (John H. Cochrane – 30/11/2017)

*John Cochrane, former professor of University of Chicago Booth School of Business, is a Senior Fellow of the Hoover Institution at Stanford.*

\* \* \*

Global growth seems to be moving, slowly but surely, along the path to recovery. The International Monetary Fund's latest World Economic Outlook predicts 3.5% global growth this year, up from 3.2% last year. But there's a hitch: the easy monetary policies that have largely enabled economies to return to growth are reaching their limits, and now threaten to disrupt the recovery by creating the conditions for another financial crisis.

So, what's up with Bitcoin? Is it a "bubble?" A mania of irrational crowds? It strikes me as a fairly pure instance of a regularly occurring phenomenon in financial markets, one that encompasses some "excess valuations" in stock markets, gold and commodities, and money itself.

Let's put the pieces together. The first equation of asset pricing is that price = expected present value of dividends. Bitcoin has no cash dividends, and never will. So right off the bat we have a problem -- and a case that suggests how other assets might have value above and beyond their cash dividends.

Well, if the price is greater than zero, either people see some "dividend," some value in holding the asset, beyond its cash payments; equivalently they are willing to hold the asset despite a lower expected return going forward, or they think the price will keep going up forever, so that price appreciation alone provides a competitive return. The first two are called "convenience yield," the latter is a "rational bubble."

"Rational bubbles" are intriguing, but I think fundamentally flawed. If a price goes up forever, eventually the value of bitcoin must exceed all of US wealth, then all of world wealth, then all of interplanetary wealth, then all of the atoms in the universe. The "greater fool" or Ponzi scheme theory must break down at some point, or rely on an irrational belief in the next fool. The rational bubbles theory also does not account for the association of price surges with high volatility and high trading volume.

So, let's think about "convenience yield." Why might someone be willing to hold bitcoins even though their price is above "fundamental value" -- equivalently even though their expected return over a decently long horizon is lower than that of stocks and bonds? Even though we know pretty much for sure that within our lifetimes bitcoin will become worthless? (If you're not sure on that, more later)

Well, dollar bills have the same feature. They don't pay interest, and they don't pay dividends. By holding dollar bills, you are holding an asset whose fundamental value is zero, and whose expected return is demonstrably lower than that of, say, one-year treasuries. One year Treasuries are completely risk free, and over a year will give you about 1.5% more than holding dollar bills. This is a pure arbitrage opportunity, which isn't supposed to happen in financial markets!

It's pretty clear why you still hold some dollar bills, or their equivalent in non-interest-bearing accounts. They are more convenient when you want to buy things. Dollar bills have an obvious "convenience yield" that makes up for the 1.5% loss in financial rate of return.

Also, nobody holds dollar bills for a whole year. You minimize the use of dollar bills by going to fill up at the ATM occasionally. And the higher interest rates are, the less cash you hold and the more frequently you go to the ATM. So, already we have an "overpricing" -- dollars are 1.5% higher priced than treasuries -- that is related to "short-term investors" and lots of trading -- high turnover, with more overpricing when there is more trading and higher turnover -- just like bitcoin. And 1999 tech stocks. And tulip bubbles.

Some of the convenience yield of cash is that it facilitates tax evasion, and allows for illegal voluntary transactions such as drugs and bribes. We can debate if that's good or bad. Lots of economists want to ban cash (and bitcoin) to allow the government more leverage. I'm less enthusiastic about suddenly putting out of work 11 million undocumented immigrants and about half of small businesses. The US tends to pass a lot of aspirational laws that if enforced would bring the economy to a halt. To say nothing of the civil liberties implications if the government can track every cent everyone has ever spent.

But US cash is largely stuffed in Russian mattresses. It is even less obvious that it is in our interest to enforce Russian laws on taxation or Russian control over transactions. Or Chinese, Venezuelan, Cuban, etc. control.



And more so bitcoin. This is the obvious "convenience yield" of bitcoin -- the obvious reason some people are willing to hold bitcoin for some amount of time, even though they may know it's a terrible long-term investment. It certainly facilitates ransomware. It's great for laundering money. And it's great for avoiding capital controls -- getting money out of China, say. As with dollars there is a lot of bad in that, and a lot of good as well. (See Tyler Cowen on some parallel benefits of offshore investing.)

But good or bad is beside the point here. The point here is that there is a perfectly rational demand for bitcoin as it is an excellent way to avoid both the beneficial and destructive attempts of governments to control economic activity and to grab wealth -- even if people holding it know that it's a terrible long-term investment.

On top of this "fundamental" demand, we can add a "speculative" demand. Suppose you know or you think you know that bitcoin will go up some more before its inevitable crash. In order to speculate on bitcoin, you have to buy some bitcoin. I don't know if you can short bitcoin, but if you wanted to you would have to borrow some bitcoin and sell it, and in the process you would have to hold some bitcoin. So, as we also see in high-priced stocks, houses and tulips, high prices come with volatile prices (so there is money to be made on speculation), and large trading volumes. Someone speculating on bitcoin over a week cares little about its fundamental value. Even if you told him or her that bitcoin would crash to zero for sure in three years, that would make essentially no dent in their trading profits, as you can make so much money in a volatile market over a week, if you get on the right side of volatility.

Now to support a high price, you need restricted supply as well as demand. There are only so many bitcoins, as there are only so many gold bars, at least for now. But that will change. The Achilles' heel of bitcoin's long term value is that there is nothing to stop people from creating bitcoin substitutes -- there are already hundreds of other similar competitors. And there is nothing to stop people from creating private claims to bitcoin -- bitcoin futures -- to satisfy speculative demand. But all that takes time. And none of my demands were from people who want to hold bitcoin for very long. Ice cream is also a fast-depreciating asset, but people hold it for a while. In this view, however, Bitcoin remains a terrible buy-and-hold asset, especially for an investor who plans to pay taxes.

In sum, what's going on with Bitcoin seems to me like a perfectly "normal" phenomenon. Intersect a convenience yield and speculative demand with a temporarily limited supply, plus temporarily limited supply of substitutes, and limits on short-selling, and you get a price surge. It helps if there is a lot of asymmetric information or opinion to spur trading, and given the shady source of bitcoin demand -- no annual reports on how much the Russian mafia wants to move offshore next week -- that's plausible too.

This view says that price surges only happen with restricted supply, and accompany price volatility, large trading volume, and short holding periods. That's a nice testable link, which seems to hold for bitcoin. And other theories, such as madness of crowds, do not explain that correlation.

Bitcoin is not a very good money. It is a pure fiat money (no backing), whose value comes from limited supply plus these demands. As such it has the huge price fluctuations we see. It's an electronic version of gold, and the price variation should be a warning to economists who long for a return to gold. My bet is that stable-value cryptocurrencies, offering one dollar per currency unit and low transactions costs, will prosper in the role of money. At least until there is a big inflation or sovereign debt crisis and a stable-value cryptocurrency not linked to government debt emerges.

(This view is set out in more detail in a paper I wrote about the tech stock era, *Stocks as Money* in William C. Hunter, George G. Kaufman and Michael Pomerleano, Eds., *Asset Price Bubbles* Cambridge: MIT Press 2003. Alas not available online, but the link to my last manuscript works.)

**Fonte: The Grumpy Economist**

**DISCLAIMER**

O presente material é um breve resumo de cunho meramente informativo e genérico, não configurando consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento ou produto específico. Embora as informações e opiniões expressas neste documento tenham sido obtidas de fontes confiáveis e de boa fé, nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade e/ou totalidade das informações. Todas as informações, opiniões e valores indicados estão sujeitos a alteração sem prévio aviso. Este material não deve ser divulgado ou utilizado por qualquer pessoa ou entidade em qualquer jurisdição ou país onde esta divulgação ou uso seja contrário as leis ou regulamentos vigentes ou em que o ofertante ou solicitante não esteja qualificado a agir, ou para qualquer pessoa cuja jurisdição possa considerar ilegal a divulgação de informações, serviços ou produtos contidos neste material.

Este material foi preparado pela Pragma Patrimônio para ser utilizado no seu processo de investimento. Nada neste material constitui indicação de que a estratégia de investimento ou recomendações aqui citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas as circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Este material possui caráter informativo, não constitui material promocional e não foi produzido como uma solicitação de compra ou venda de qualquer ativo ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os dados que aparecem nos gráficos referem-se ao passado, a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os preços e demais informações contidas neste material são críveis e dignos de confiança na data de publicação do mesmo e foram obtidas de uma ou mais das fontes que seguem: (i) fontes expressas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; ou (iv) base de dados da PRAGMA.

Este material não pode ser reproduzido ou distribuído por qualquer outra pessoa, parcialmente ou em sua totalidade, sem o prévio consentimento por escrito da PRAGMA. Informações adicionais acerca dos instrumentos financeiros mencionados nesta apresentação estão disponíveis sob consulta.