



The Weekly Globe

12

nov/25



Tempo
de leitura
8 min

Como o fim do *shutdown*, o julgamento das tarifas e o Fed podem impulsionar o mercado nos próximos meses



Alejandro Estevez-Breton
Estrategista-chefe de renda fixa
alejandro.estevez-breton@itau.us



Resumo

A atual paralisação do governo dos EUA já se tornou a maior da história. A Suprema Corte americana está julgando a validade da utilização da IEEPA para a implementação de tarifas comerciais. E o Federal Reserve já anunciou que irá interromper sua política de aperto quantitativo em dezembro. Neste artigo, analisamos como esses fatores podem estimular a atividade econômica e aumentar a confiança dos investidores nos próximos meses.

O atual *shutdown* do governo dos EUA bateu recorde de duração e já se tornou o mais longo da história americana. Na prática, isso significa que o Tesouro americano suspendeu a maioria de seus pagamentos devido à incapacidade do Congresso de aprovar uma lei orçamentária para financiar o governo. A administração dos EUA está paralisada desde 1º de outubro, mesmo com o presidente Donald Trump e o Partido Republicano tendo maioria tanto no Senado quanto na Câmara dos Deputados.

O principal entrave é que essa maioria é bastante estreita, bem abaixo dos 60 votos exigidos no Senado para aprovar qualquer nova legislação de gastos, e o Partido Democrata, de oposição e minoritário no Congresso, pedia a extensão dos subsídios federais ao seguro saúde além do final deste ano como moeda de troca. Os subsídios foram ampliados durante a pandemia de Covid e valem até 31 de dezembro de 2025.

Nesta semana, porém, oito senadores democratas aceitaram o acordo feito com os republicanos e aprovaram o orçamento no Senado. No momento da escrita deste texto, ainda faltava a aprovação na Câmara dos Deputados e a sanção presidencial para que a paralisação acabasse. No entanto, com os atrasos em voos cada vez mais frequentes e a aproximação do feriado de *Thanksgiving* (Ação de Graças), um dos períodos mais movimentados para viagens no país, aumentando o custo político da paralisação para ambos os partidos, uma resolução se torna cada vez mais provável.

Enquanto isso não acontece, funcionários públicos federais seguem em licença não remunerada (temporariamente afastados, mas mantidos na folha de pagamento) ou trabalhando sem receber. Além disso, a maioria dos serviços e programas foi suspensa, com exceção de serviços essenciais, como aposentadoria, seguro de saúde, defesa e segurança aeroportuária.

Em relação à parte econômica, episódios anteriores e estudos sugerem que o impacto negativo sobre a atividade e os mercados financeiros tende a ser temporário em grande parte, motivado pelo adiamento de gastos públicos (afetando tanto servidores quanto a atividade do setor privado relacionada a aprovações ou pagamentos adiados). A maior parte daquilo que não foi executado durante a paralisação costuma ser realizada após a reabertura do governo (embora possa haver uma pequena atividade residual que não possa ser reprogramada).

Neste ano, porém, o impacto sobre o fluxo de recursos do governo para o setor privado devido à paralisação foi ampliado por conta do atraso na elevação do teto da dívida. É a autoridade legislativa que permite que o governo emita novos títulos para financiar despesas já aprovadas e essa autorização só foi concedida em julho, sete meses após o limite ter sido atingido. Como o Tesouro americano não conseguiu captar recursos no primeiro semestre do ano, ele foi forçado a esgotar os fundos de reservas, o que reduziu seu saldo de caixa a níveis baixos poucos meses antes da paralisação.

A partir da autorização, o Tesouro dos EUA teve que aumentar seu saldo de caixa na conta bancária junto ao Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA), chamada TGA, a um ritmo recorde de quase US\$ 700 bilhões (um dos maiores e mais rápidos aumentos da história), principalmente por meio da emissão de grandes volumes de *Treasury bills*. A arrecadação com tarifas também contribuiu para esse aumento de caixa. No entanto, esse volume expressivo de recursos no TGA permaneceu praticamente congelado desde o início da paralisação em 1º de outubro e, atualmente, o governo detém quase US\$ 1 trilhão no TGA, pouco mais de 3% do PIB (um dos maiores níveis fora do período da Covid, quando houve um amplo pacote fiscal) – valor que provavelmente será gasto até o fim do ano.

Uma eventual reabertura do governo restauraria a normalidade das operações e liberaria fundos atrasados, o que injetaria dinheiro no setor privado (fundos do governo federal saem da conta TGA no Fed e entram nas contas bancárias do setor privado). Além disso, a reabertura permitiria a publicação de dados importantes do governo, como desemprego, criação de postos de trabalho (*payroll*) e inflação medida pelo CPI, reduzindo a incerteza sobre o momento atual da economia e a provável resposta do Fed.

A combinação de uma reserva de caixa elevada e o pouco tempo restante neste ano pode resultar em um aumento relevante da liquidez no setor privado, com impacto positivo considerável nos mercados financeiros, particularmente sobre aqueles que ficaram para trás recentemente, como ações de *small caps*, títulos corporativos em dólar com *rating B*, petróleo, commodities agrícolas e ativos digitais.

Outro fator importante que pode impulsionar a liquidez e a atividade econômica é o processo na Suprema Corte sobre as tarifas. Na semana passada, o tribunal aceitou julgar os poderes presidenciais de Trump em relação às tarifas impostas com base na IEEPA (Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional) e os argumentos apresentados até aqui indicaram que muitos juízes da Suprema Corte estão céticos quanto à ampla autoridade presidencial sobre tarifas, já que a Constituição define a tributação como prerrogativa do Legislativo.

Diante disso, investidores parecem precificar uma probabilidade relativamente alta de que as tarifas impostas via IEEPA sejam invalidadas, com alguns mercados de previsão, como o Polymarket, indicando 75% de chance de derrota de Trump nesse caso.

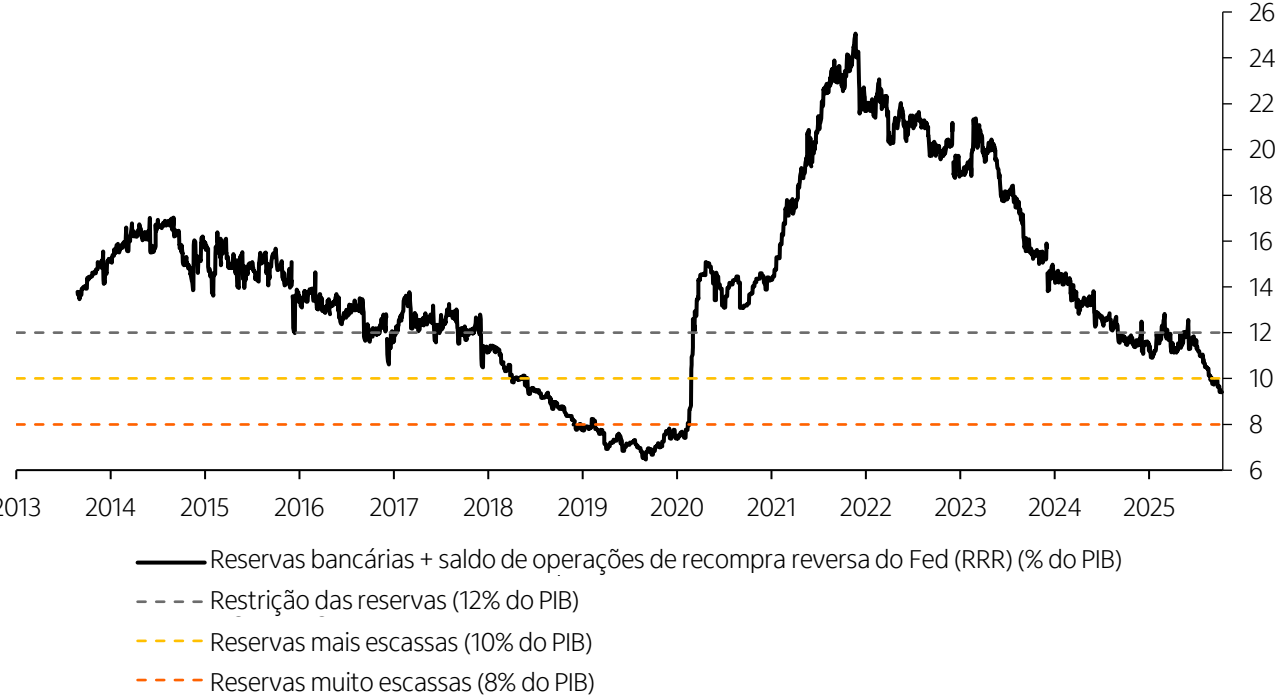
A atual tarifa efetiva dos EUA está em cerca de 14%, mas se a utilização da IEEPA for considerada ilegal, essa taxa pode cair para cerca de 7%, pelo menos temporariamente, enquanto outras ferramentas não forem utilizadas para substituir parcialmente a IEEPA. Embora o governo tenha outras ferramentas disponíveis para impor tarifas (como as seções 122, 232 e 301), os poderes seriam mais limitados (em vez de tarifas amplas ou recíprocas, seriam necessárias investigações sobre produtos ou países), o que tende a reduzir a incerteza entre investidores e empresas.

A eventual eliminação das tarifas pode ter dois impactos: um retroativo e outro futuro. O impacto retroativo só ocorrerá se a Suprema Corte obrigar o governo a reembolsar importadores que já pagaram tarifas. O impacto futuro é mais abrangente, com potencial para reduzir pressões inflacionárias e aumentar a renda disponível dos consumidores. Um cenário com reembolsos provavelmente resultaria em pagamentos públicos expressivos, que poderiam impulsionar o crescimento econômico e estimular o apetite por risco entre investidores, mesmo no curto prazo. Estimativas de especialistas indicam que os reembolsos podem variar entre US\$ 90 bilhões e US\$ 150 bilhões.

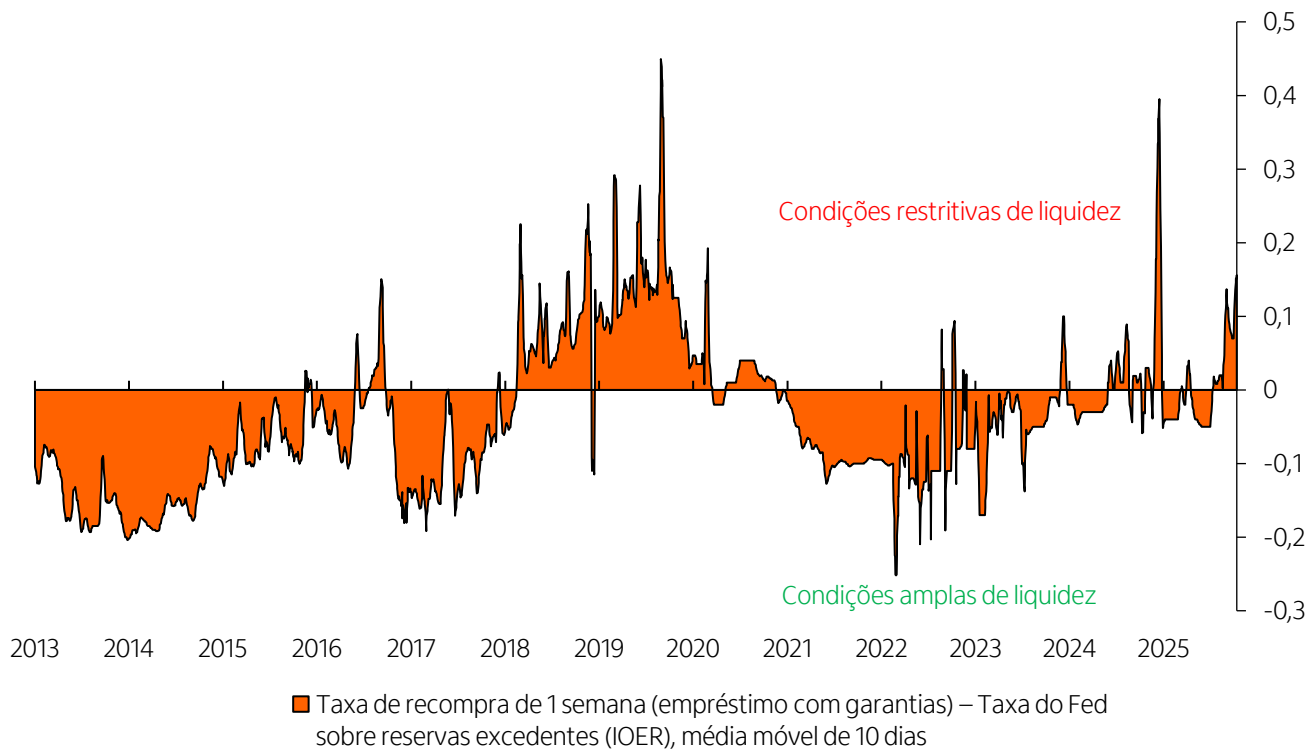
Uma maneira de avaliar o impacto da paralisação contínua do governo (gastos congelados) e das tarifas via IEEPA (aumento na arrecadação tributária) sobre a liquidez do setor privado é observar o aumento do custo de financiamento interbancário entre intermediários financeiros no mercado monetário.

As reservas bancárias excedentes no Fed são fundos ociosos mantidos no banco central dos EUA sob custódia e para recebimento de juros. Essas reservas têm caído rapidamente desde 30 de junho deste ano, passando de mais de 12,5% do PIB para um nível mais modesto de 9,4%.

Reservas bancárias excedentes no Federal Reserve



Custo de financiamento nos mercados monetários (Repo – Taxa IOER do Fed)



Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

Essa drenagem de liquidez, causada pelo aumento da receita tarifária e pela desaceleração dos gastos públicos, já está afetando as condições de financiamento no mercado de fundos REPO (acordos de recompra), que funciona com empréstimos interbancários utilizando colateral como garantia. O *spread* entre a taxa REPO de uma semana e a taxa paga pelo Fed sobre reservas bancárias excedentes, que historicamente ficava próximo de zero, tem subido de forma consistente desde o início de agosto.

Outro fator que contribuiu para a redução das reservas bancárias excedentes foi a política de aperto quantitativo (QT, na sigla em inglês) do Fed, por meio da qual o banco central passou a comprar menos ativos no mercado (retirando recursos do setor privado, o que reduz as reservas bancárias). Essa política será revertida em breve, já que o Fed passou a se preocupar com o aperto nas condições de financiamento em mercados como esse, e anunciou, em sua reunião mais recentes do FOMC, que encerrará o QT em 1º de dezembro. Com o fim da política de QT, o Fed deixará de ser um fator adicional de drenagem da liquidez bancária.

Em resumo, existem três catalisadores que podem gerar uma melhora relevante no fluxo de recursos para o segmento bancário e para o setor privado como um todo nos próximos meses. Dois deles têm cronograma incerto (paralisação e julgamento da IEEPA) e um tem data definida.

Primeiro, o fim da paralisação do governo desencadeará uma fase acelerada de gastos públicos. Segundo, a decisão da Suprema Corte sobre as tarifas via IEEPA (provavelmente até o fim do ano) pode resultar em reembolsos entre US\$ 90 bilhões e US\$ 150 bilhões, elevando a renda disponível dos consumidores e reduzindo a pressão inflacionária e a incerteza. Terceiro, o Fed encerrará sua política de QT em 1º de dezembro, eliminando o impacto negativo sobre a liquidez do setor privado (o lado dos ativos do balanço do Fed deixará de encolher).

Embora o momento exato da reabertura do governo e da decisão sobre as tarifas ainda seja incerto, há uma boa chance de que ao menos um desses fatores libere grandes volumes de recursos públicos para o setor privado, reativando a atividade econômica e apoiando a liquidez, um fator essencial para os mercados financeiros (quanto mais dinheiro disponível, maior a probabilidade de alta nos preços).

Acreditamos que os *yields* dos *treasuries* (UST) devem subir em resposta aos três catalisadores esperados. O fator predominante influenciando os *yields* deve ser a percepção de aceleração do crescimento e maior apetite por risco (investidores mais dispostos a migrar de ativos seguros, como os UST, para ativos mais arriscados). Além disso, pode haver alguma preocupação com o agravamento da situação fiscal dos EUA devido a alguma perda de receita com tarifas, o que significaria maior oferta de UST em 2026.

Embora uma leve queda nas expectativas de inflação seja possível, caso a Suprema Corte considere ilegais as tarifas da IEEPA, os demais fatores devem aliviar as restrições de liquidez e reduzir a incerteza, o que tende a estimular a demanda por ativos de risco. Em outras frentes, os *yields* do mercado de crédito devem ter desempenho superior aos dos UST, com queda nos *spreads* (diferença entre os *yields* de títulos corporativos e os *yields* dos UST), puxados pela maior confiança e apetite por risco entre investidores.

No geral, vemos os três catalisadores como fatores que devem apoiar uma atividade econômica mais forte e maior confiança dos investidores, com provável alta dos *yields* dos UST, queda dos *spreads* de crédito e valorização de outros ativos de risco, especialmente os que têm ficado para trás em função da retração da liquidez no setor privado.

Principais conclusões

- A paralisação do governo em andamento (com gastos congelados) e as tarifas baseadas na IEEPA (que aumentaram a arrecadação tributária) drenaram a liquidez do setor privado e elevaram o custo do financiamento interbancário.
- O governo atualmente detêm quase US\$ 1 trilhão em sua conta bancária no Fed, valor que provavelmente será gasto até o fim do ano, assim que a paralisação acabar.
- Uma eventual reabertura do governo reestabeleceria a normalidade das operações e liberaria os fundos atrasados, o que efetivamente injetaria dinheiro no setor privado.
- Outro catalisador-chave que pode apoiar a liquidez e a atividade econômica é o julgamento da Suprema Corte sobre as tarifas, especialmente se forem determinados reembolsos entre US\$ 90 bilhões e US\$ 150 bilhões.
- Alguns catalisadores importantes, incluindo o fim da política de aperto quantitativo (QT) do Fed, podem levar a uma melhora relevante nos fluxos de recursos para o segmento bancário e para o setor privado como um todo nos próximos meses.
- Esses catalisadores tendem a estimular uma atividade econômica mais forte e a confiança dos investidores, o que deve levar a uma alta nos *yields* dos *treasuries* (UST) e a uma redução nos *spreads* de crédito.

Veja também



Problemas em crédito privado nos EUA e empresas de mercados emergentes: existe alguma conexão?

 [acessar relatório](#)



Diversificação global, resultados de bancos e falências recentes

 [acessar relatório](#)



Dólar, inflação e juros: nossa análise sobre o encontro de outono do FMI

 [acessar relatório](#)

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

[Acesse o Private Insights](#)

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.