



Novembro de 2023

Carta do Gestor

Panorama Fiscal dos EUA

Da indiferença à preocupação

Sumário Executivo

Panorama fiscal nos EUA deixou de ser tema desimportante e passou a afetar a dinâmica dos mercados



Prezados Investidores:

- Esta edição da Carta do Gestor apresenta os desenvolvimentos mais recentes da política fiscal nos EUA e suas principais implicações para o mercado privado e as taxas de juros.
- Projeções de diversas instituições apontam para um expressivo aumento da dívida pública americana ao longo dos próximos anos. Nas últimas décadas, o aumento do endividamento americano não representou uma grande preocupação para os investidores, pois as taxas de juros se encontravam em tendência secular de queda, o que permitia ao governo financiar grandes déficits a um custo muito baixo.
- No entanto, se daqui para frente, os juros americanos se estabilizarem nos níveis que vigoravam durante o período pré-crise de 2008, isso trará importantes dificuldades à condução da política fiscal nos EUA, com impactos relevantes para o mercado privado e a curva de juros.

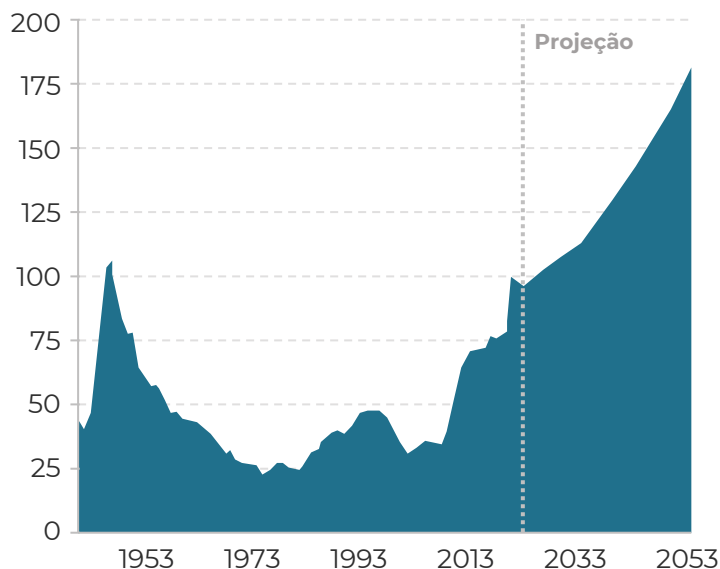
Onde estamos e como fomos parar aqui?



EUA - Fiscal deixou de ser irrelevante e tornou-se um tema preocupante

EUA – Dívida Pública

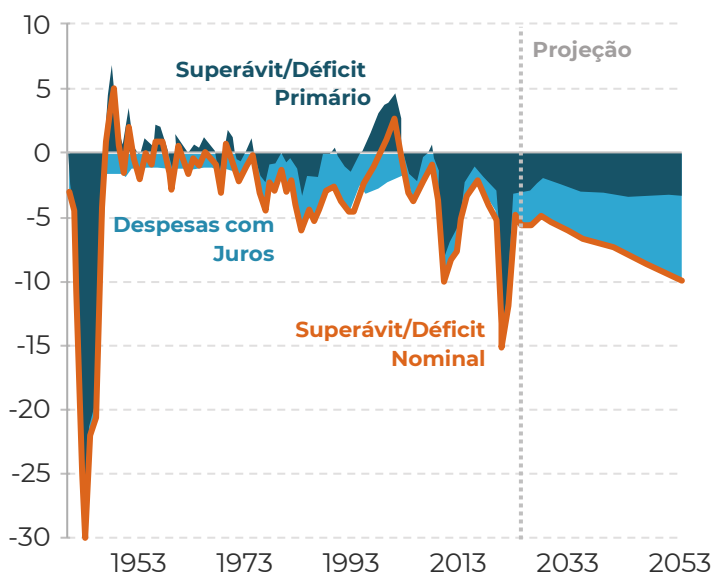
Porcentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

EUA – Resultado Fiscal

Porcentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

A evolução das contas públicas americanas poucas vezes foi foco de atenção dos mercados.

Entretanto, **uma maior rigidez no crescimento de despesas obrigatórias, somada ao excesso de estímulos fiscais durante e após a pandemia e a um patamar de juros mais semelhante ao pré-crise de 2008, está levando a déficits crescentes e a uma tendência insustentável para a dívida pública.**

Certamente não estamos falando do risco de não pagamento da dívida. Porém, novas restrições surgem dado o nível elevado de endividamento, tais como:

- (1) O aumento das despesas com juros e o esmagamento das demais linhas de gastos;
- (2) O crescente volume de emissões de títulos da dívida pública e seu efeito na curva de juros;
- (3) A necessidade de um ajuste fiscal e a forma como ele será implementado, ou seja, qual combinação de corte de gastos ou aumento de impostos será politicamente factível?

Deterioração fiscal permanece, mesmo passados os efeitos da pandemia

Mesmo em um cenário sem grandes recessões previstas à frente, o déficit fiscal esperado para a economia americana é crescente ao longo dos próximos anos.

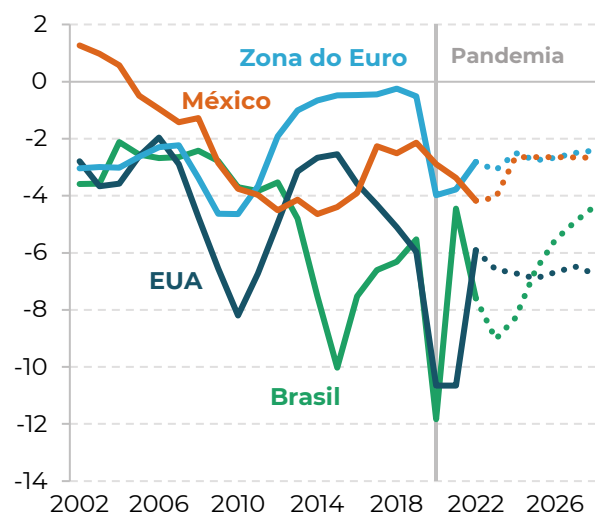
O maior desafio que a política fiscal americana enfrenta é a piora estrutural da dinâmica dos gastos primários (ex-juros).

A dinâmica de diversas linhas de gastos públicos se mostra ascendente ao longo do tempo em função de aspectos demográficos e da ausência de mecanismos legais que imponham algum limite no crescimento de tais despesas.

A combinação de endividamento elevado e aumento das taxas de juros implica que o pagamento de juros vs. a receita do governo irá se igualar ao do Brasil em um intervalo de 5 anos.

Se a tendência secular de queda nos juros iniciada nos anos 80 de fato ficou para trás, aumentam as chances de que esse aumento no endividamento do setor público produza **efeitos colaterais para o mercado privado.**

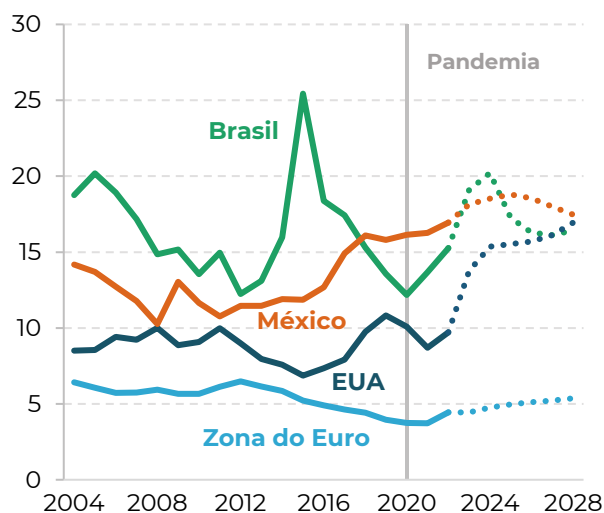
Resultado Fiscal Ciclicamente Ajustado
% do PIB



Fonte: FMI

Pagamento de Juros vs. Receitas do Governo

Juros/Receitas, %



Fonte: FMI, Congressional Budget Office

Gastos obrigatórios e pagamento de juros vão espremer demais despesas

Dentre as questões mais estruturais, dois problemas principais se destacam:

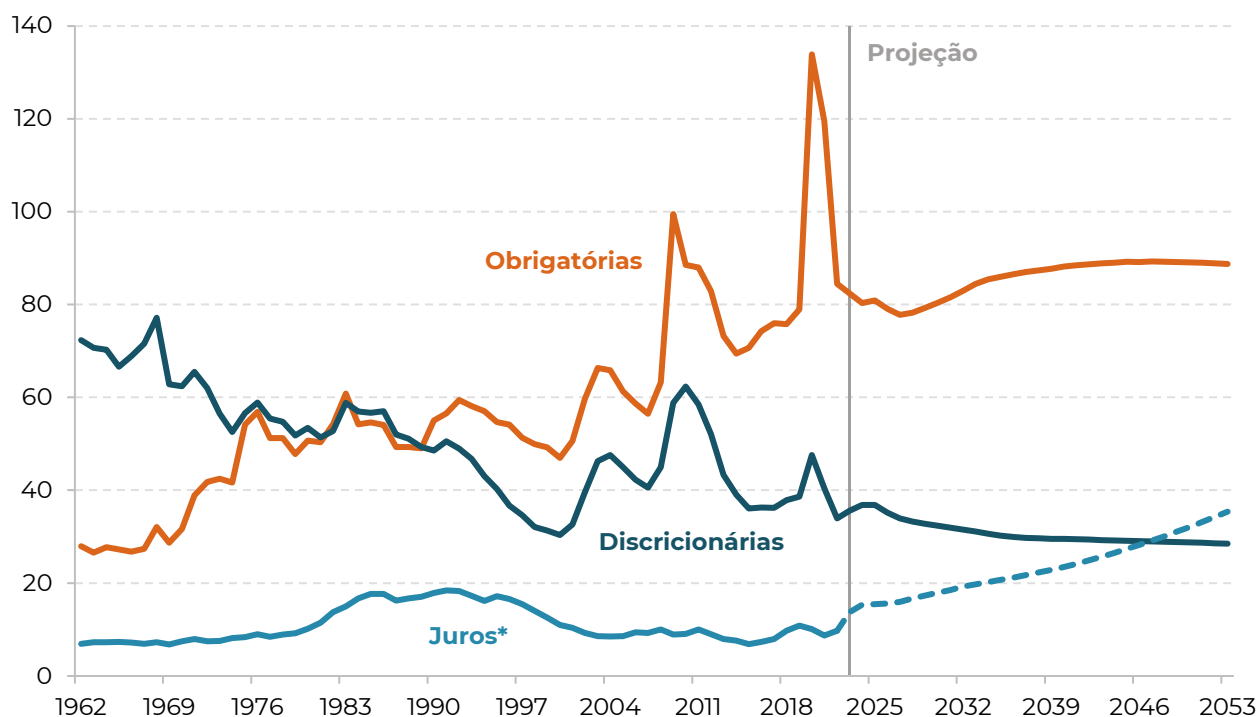
1 – **Despesas obrigatórias devem crescer mais acentuadamente nos próximos anos**, devido principalmente a maiores gastos públicos com previdência social e saúde.

2 – A **participação dos gastos com pagamento de juros será crescente**, em um cenário em que os juros da dívida pública se mantem em níveis semelhantes aos do período pré-crise de 2008.

Como consequência dos pontos enunciados acima, as **despesas discricionárias acabarão sendo comprimidas nos próximos anos**, alcançando os patamares mais baixos desde o início dos anos 2000.

EUA - Decomposição dos Gastos do Governo

Porcentagem das Receitas

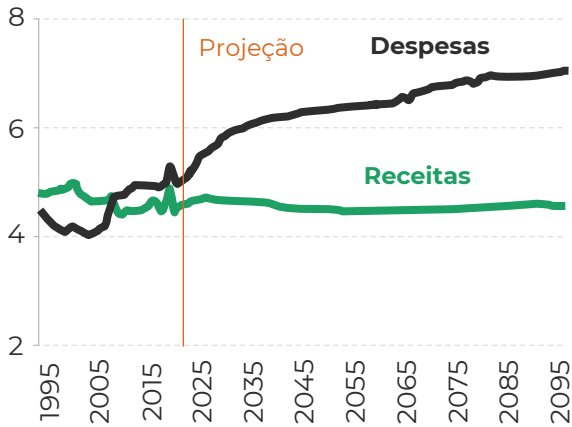


* Assumindo que a taxa de juros das Treasuries seja 4%.

Fonte: Congressional Budget Office

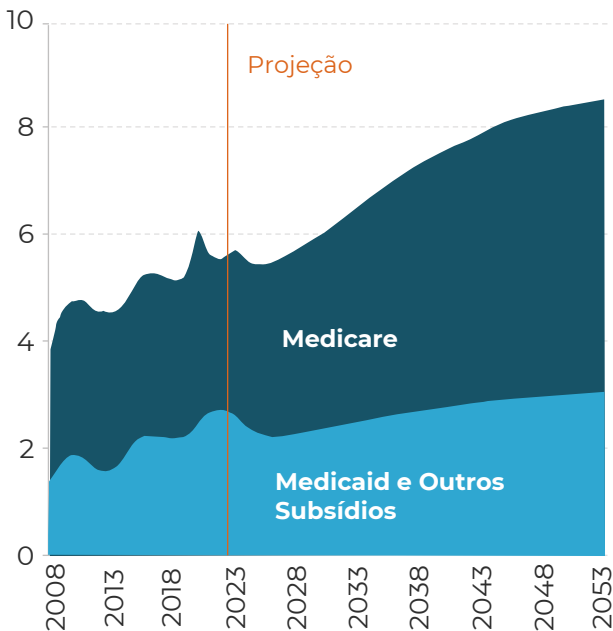
Despesas obrigatórias tem trajetória ascendente já contratada

Receitas e Despesas da Previdência Social Porcentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

Composição dos Gastos com os Principais Programas de Saúde Pública Porcentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

Dentre as principais linhas de despesas obrigatórias no orçamento americanos temos os gastos com previdência social e saúde.

A **previdência social** (Social Security), apresenta uma dinâmica de gastos crescente, devido à aposentadoria dos baby-boomers. Ao mesmo tempo, a arrecadação permanece estável em relação ao PIB.

Caso nenhuma alteração seja feita na previdência (redução no valor dos benefícios ou aumento de taxa para ampliar as receitas), os Trust Funds que gerenciam os recebimentos e pagamentos do sistema poderão ter seus recursos esgotados em aproximadamente 10 anos.

Já os **gastos com saúde** serão progressivamente pressionados pelas despesas com os programas de Medicare (sistema público de saúde para idosos), Medicaid (para pessoas de baixa renda) e Obamacare (subsídio para contratação privada de plano de saúde).

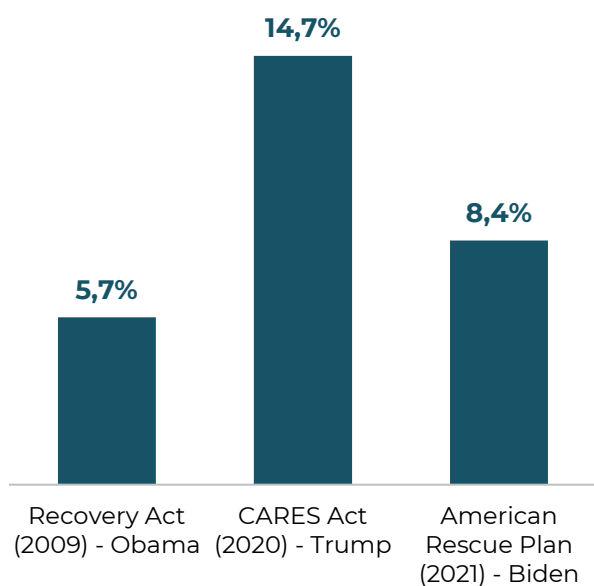
O crescimento de tais gastos nas próximas três décadas se dá especialmente devido ao encarecimento dos custos de plano de saúde per capita e à tendência demográfica de envelhecimento.

Um dos principais gargalos desse sistema é que ele é financiado majoritariamente pelo governo federal e não há limitação pré-definida em lei para a evolução de tais despesas.

Uma onda histórica de aumento nos gastos

EUA - Programas de Recuperação Econômica

% do PIB



Fonte: Congressional Budget Office e WHG

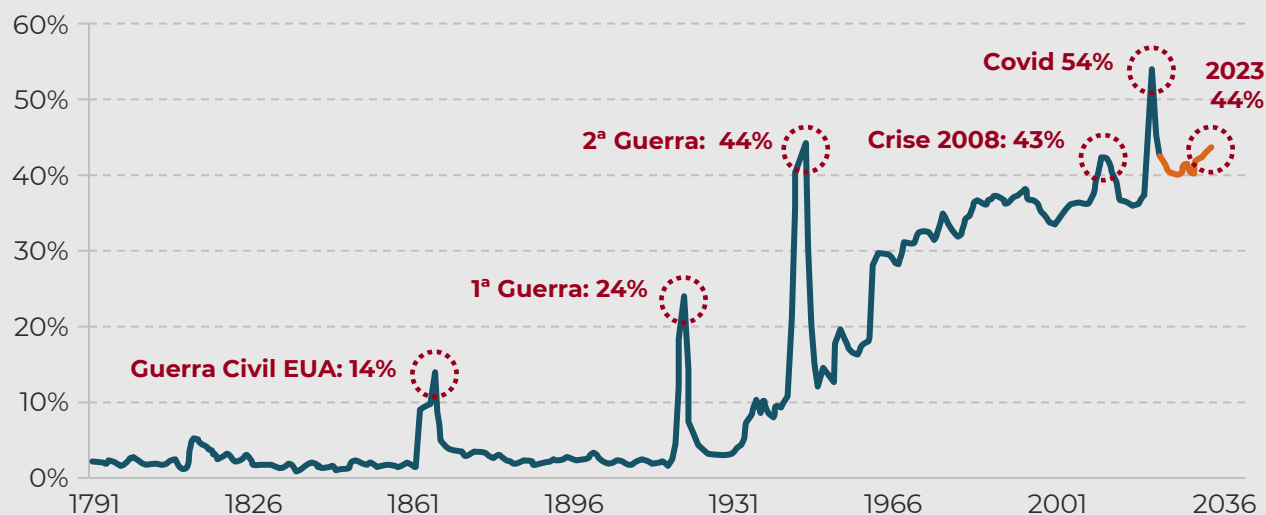
Além das questões mais estruturais citadas anteriormente, a deterioração do panorama fiscal nos EUA foi intensamente acelerada por um **histórico aumento nos gastos públicos durante e após a pandemia**.

Nesse contexto, o American Rescue Plan, lançado pelo governo Biden em 2021, chegou até mesmo a superar o montante do programa lançado por Obama após a crise de 2008.

Com isso, as despesas do governo (em % PIB) alcançarão em 2023 o **patamar mais elevado desde a 2ª Guerra Mundial**, excluindo apenas o período da pandemia.

EUA - Despesas do Governo desde 1791

Porcentagem do PIB



Fonte: BofA e Bloomberg.

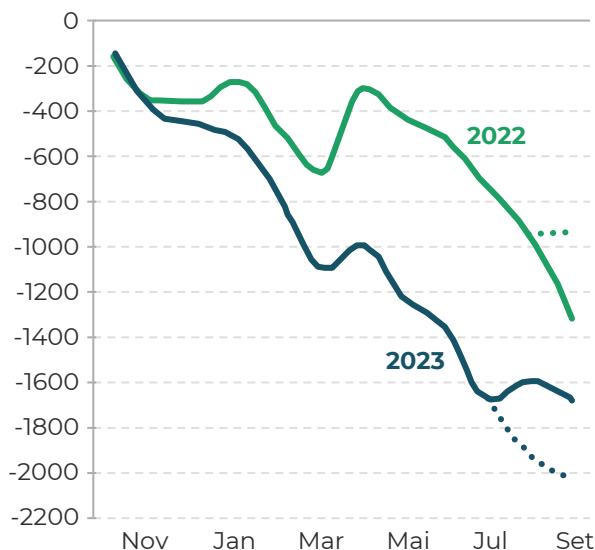
Déficit fiscal em 2023 é pior do que parece

O déficit no ano fiscal de 2023 (Out/22 – Set/23) foi de US\$1,7tri, ante US\$1,4tri no ano fiscal de 2022. Entretanto, tais números estão distorcidos pelo plano do governo para cancelar os empréstimos estudantis, proposto em 2022 mas anulado esse ano pela Suprema Corte. Com isso, as despesas foram infladas em 2022 e reduzidas em 2023. **Excluindo esses efeitos, o déficit americano passou de US\$0,9tri em 2022 para US\$2,0tri em 2023.**

A tabela abaixo nos mostra que esse aumento no déficit é uma combinação de queda na arrecadação (44% do total) e aumento das despesas, especialmente gastos obrigatórios (27%) e pagamento de juros da dívida (17%).

Déficit Fiscal Acumulado no Ano

Anos Fiscais de 2022 e 2023 – USD bilhões



*Linhas pontilhadas excluem os efeitos do plano do governo para cancelar os empréstimos estudantis.

Fonte: Congressional Budget Office e Department of the Treasury

EUA - Resultado fiscal acumulado (Outubro a Setembro)¹

US\$ Bilhões

	2022	2023	Var. US\$ bi	Var. %
Receitas por principais categorias	4897	4442	-455	-9%
Imposto de Renda Individual	2632	2177	-455	-17%
Impostos Sobre Folha de Pagamento	1484	1613	129	9%
Imposto de Renda Corporativo	425	420	-5	-1%
Outras Receitas (Fed)	356	232	-124	-35%
Despesas por principais categorias	5892	6454	562	10%
Previdência Social	1206	1342	136	11%
Medicare ²	751	877	126	17%
Medicaid	592	616	24	4%
Gastos sociais obrigatórios	2549	2835	286	11%
Juros da Dívida Pública	534	711	177	33%
Departamento de Defesa	727	779	52	7%
FDIC	-9	92	101	-
Outros	2091	2037	-54	-3%
Resultado Fiscal	-995	-1012	-1017	102%

Piora na arrecadação em ganhos de capital (queda de 19% do S&P500 em 2022)

Queda nas transferências do Fed ao Tesouro, dado o maior pagamento de juros no excesso de reservas bancárias

Reajuste de 8,7% para compensação da inflação passada

Maior pagamento de juros da dívida pública

Socorro aos bancos regionais

¹ Ajustado pela questão dos empréstimos estudantis. ² Ajustado por efeito calendário.

Fonte: Congressional Budget Office e Department of the Treasury

Para o mundo político, “deficits don't matter”

Os principais candidatos para a **eleição presidencial do ano que vem** parecem ainda não ter reconhecido a dimensão do problema fiscal e tem proposto medidas que não solucionam (ou agravam) a situação.

“ **Trump and his advisers have discussed deeper cuts to both individual and corporate tax rates...** The cuts could be paid for with a new 10 percent tariff on all imports to the United States”.

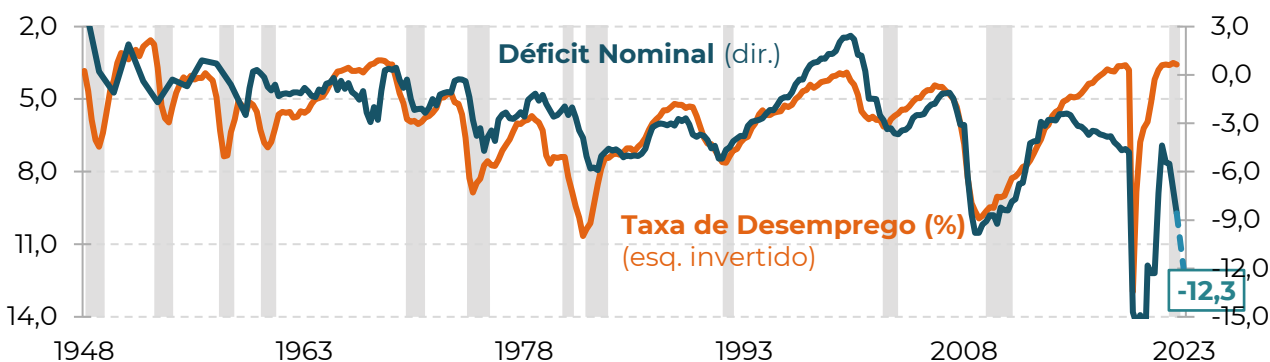
Washington Post

“ **Biden budget would cut deficit by \$3 trillion over next decade with 25% minimum tax on richest Americans...** also **raise the corporate tax rate to 28% from 21%**.”

CNBC

EUA – Déficit Nominal

% do PIB



Fonte: CBO, BLS e WHG

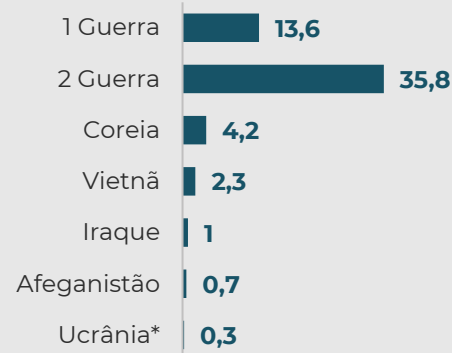
O elevado déficit nominal dos EUA acontece num momento muito favorável do ciclo econômico.

Dado esse ponto de partida já deteriorado, caso a economia vá para uma recessão, quando há perda de arrecadação e aumento dos gastos via estabilizadores automáticos, o déficit nominal pode ir para até 12% do PIB, se replicarmos o padrão histórico.

Um agravante adicional são os **conflitos geopolíticos recentes**. Com a guerra na Ucrânia, por exemplo, os EUA devem gastar cerca de 0,3% do PIB. Um maior acirramento no conflito recente em Israel poderia pressionar ainda mais essa linha de despesas.

EUA – Gastos Com Guerras

% do PIB do Ano de Pico nos Gastos



*Gastos até agora + US\$ 100 bi em novos gastos
Fonte: Congressional Research Service e WHG

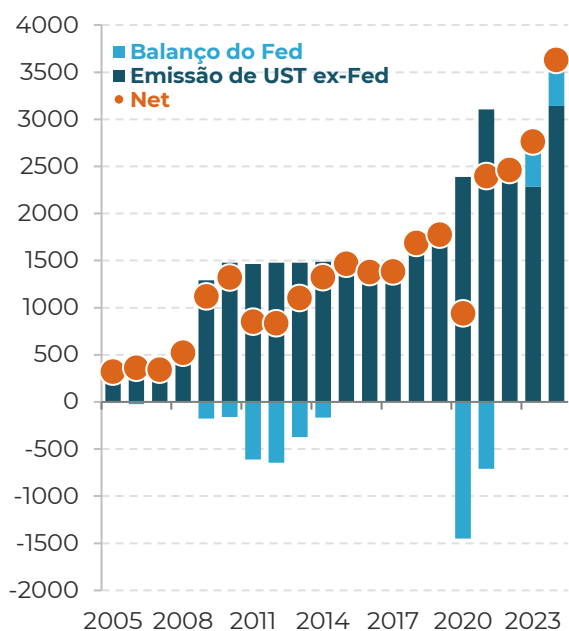
Mais dívida = mais emissão

Efeitos no
mercado privado e
na curva de juros

Enquanto oferta de títulos públicos aumenta, os compradores cativos saem do mercado

Oferta de Treasuries e Balanço do Fed

US\$ bi, em equivalente de 10 anos



Fonte: Department of the Treasury, Haver e WHG

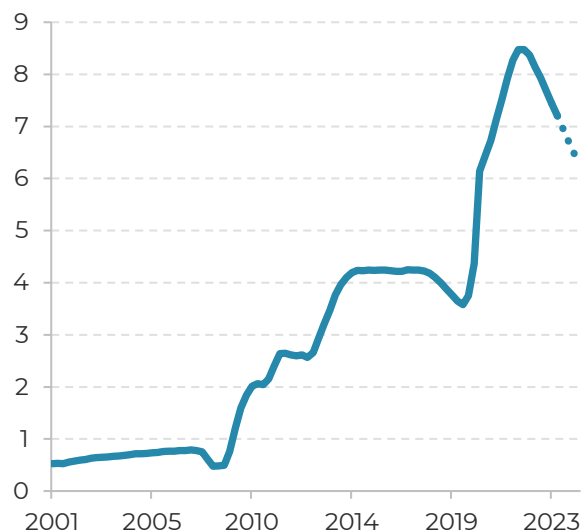
A piora das contas fiscais e o aumento do endividamento público tem um efeito direto no volume de emissão de títulos públicos. **No ano que vem, a oferta de títulos públicos será a maior já registrada, superando 2021.**

Para deixar o cenário mais difícil, os países que eram **compradores cativos** de títulos soberanos americanos, mais insensíveis às oscilações de preços, **estão deixando o mercado.**

Outro comprador cativo que também tem registrado uma queda em sua demanda por Treasuries é o **banco central americano (Fed)**, que no momento **está reduzindo o tamanho de seu balanço.**

Balanço do Fed

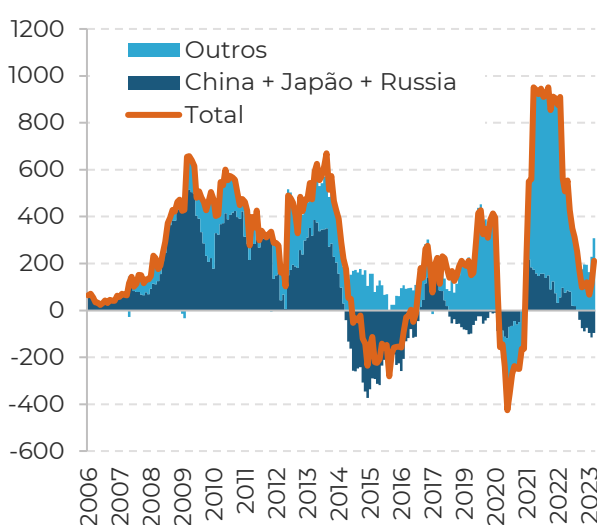
US\$ trilhões



Fonte: Haver e WHG

Fluxo do investidor na compra de Treasuries

US\$ bilhões, acumulado em 12 meses



Fonte: Exante, Haver e WHG

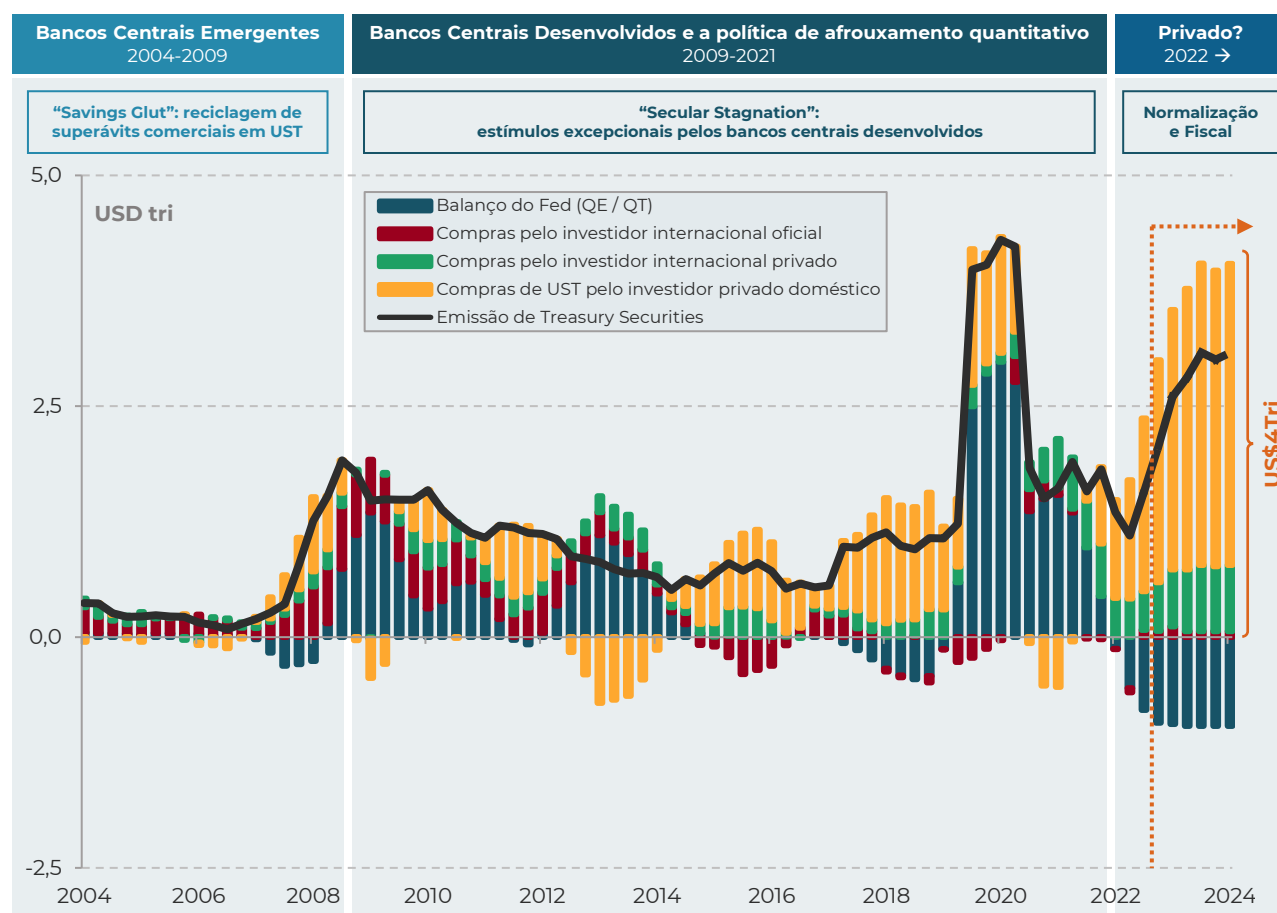
Setor privado precisará absorver a maior oferta de títulos públicos

O investidor internacional foi relevante em absorver a emissão de Treasuries entre 2004 e 2009. Hoje, sua participação é muito pequena.

Já os bancos centrais desenvolvidos foram os principais compradores cativos entre 2009 e 2021. Atualmente, no entanto, o movimento da política monetária global vai na direção oposta, com políticas de aperto quantitativo.

Sendo assim, **na ponta compradora sobra apenas o setor privado, que precisará absorver uma emissão crescente de dívida americana** – aproximadamente US\$4 trilhões em títulos públicos em 2024.

Emissões vs. Compras de Treasuries



Fonte: Exante, Haver e WHG

Piora das contas fiscais americanas e pressão no *term premium*

O aumento da emissão de títulos públicos para absorção do setor privado vai gerar uma **pressão altista no prêmio de risco das Treasuries**.

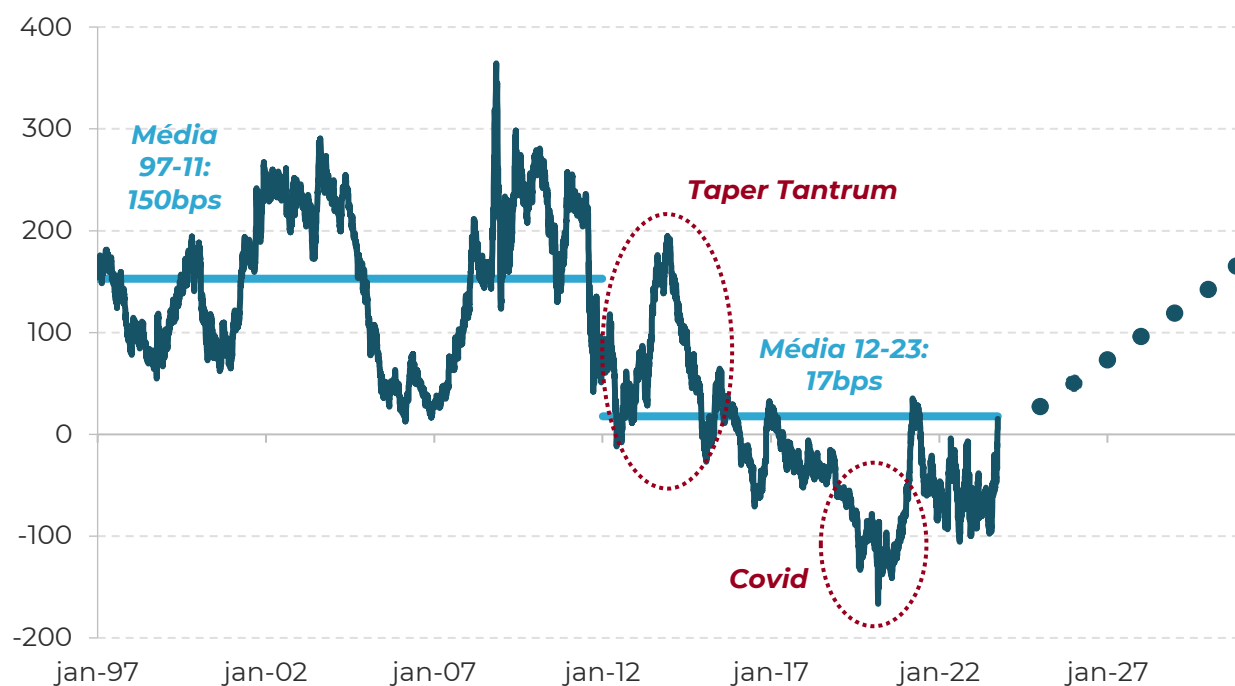
Estamos vivendo um movimento oposto ao do período pós-Lehman, onde os bancos centrais absorveram muita *duration* do mercado.

Na ausência de um ajuste fiscal e com o aumento crescente do endividamento americano, o prêmio de risco deveria subir ao longo do tempo.

A possível normalização do *term premium* (retorno ao nível pré-Lehman) vai elevar o piso dos juros nos EUA.

Term Premium de 10 anos

Em pontos base



Fonte: New York Fed e WHG

Qual o tamanho do ajuste fiscal necessário?



Como estabilizar a dívida?

Se o objetivo for estabilizar a dívida ao redor de 100% do PIB, os EUA precisam gerar um esforço fiscal ao redor de 4 pontos percentuais do PIB

O ponto de partida do resultado primário é bastante negativo: -5,2% do PIB.

Se o déficit primário recuar para 3,3% do PIB, como projeta o Congressional Budget Office (CBO), a dinâmica da dívida pública se mantém em alta mesmo que o crescimento do PIB nominal (g) fique acima do juro nominal (r) pago na rolagem da dívida.

Para estabilizar a dívida PIB ao redor de 100%, o resultado primário deveria ser ao redor de -1% do PIB: um esforço fiscal de 4pp do PIB em relação ao patamar atual.

Resultado Primário necessário para estabilizar a dívida / PIB

		PIB Nominal (%)				
		2%	3%	4%	5%	6%
Taxa de Juros	2.0%	0.0	-0.9	-1.8	-2.5	-3.0
	3.0%	1.0	0.0	-0.9	-1.8	-2.5
	4.0%	2.0	1.0	0.0	-0.9	-1.8
	5.0%	3.5	2.0	1.0	0.0	-0.9
	6.0%	5.0	3.5	2.0	1.0	0.0

Fonte: WHG

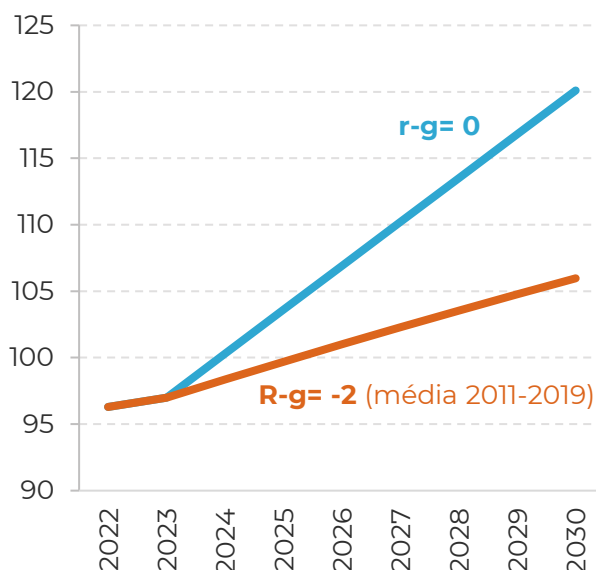
EUA - Resultado primário (% do PIB)



Fonte: Haver e WHG

EUA - Dívida/PIB (%)

Assumindo (PIB Nominal – Juros Nominais)



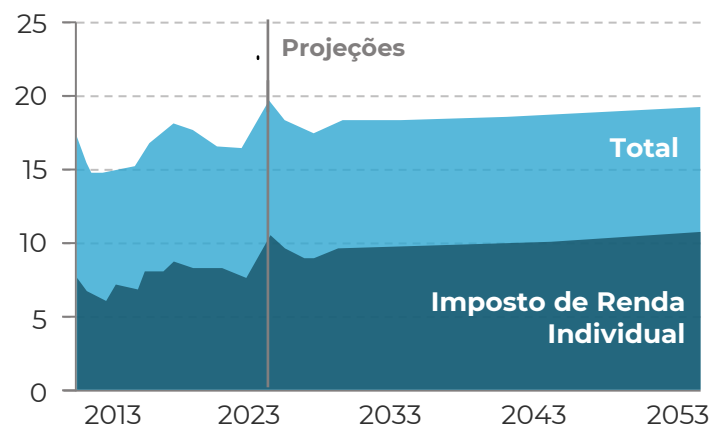
Fonte: Haver e WHG

Como executar o ajuste fiscal?

Pela ótica da receita, o ajuste já tem data para acontecer

Receitas do Governo

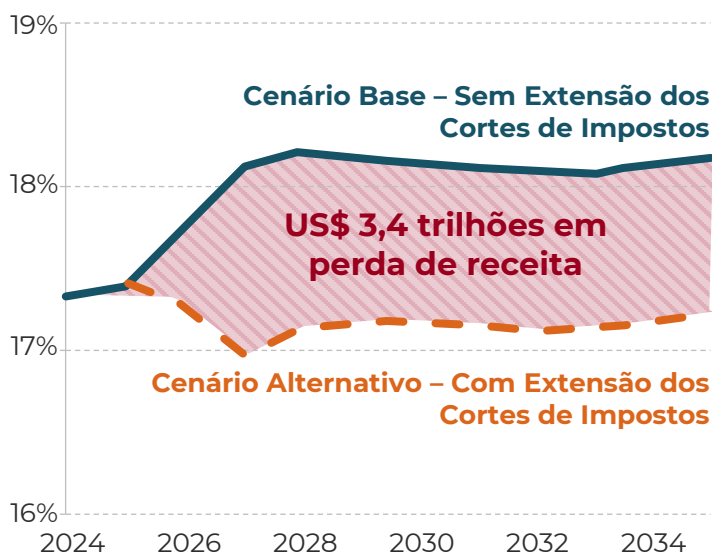
Porcentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

Projeção para as Receitas do Governo

Porcentagem do PIB



Perda de Receita em 10 anos
US\$ 3,4 Trilhões

Aumento da Dívida em 10 anos
+9,2% do PIB

Fonte: Congressional Budget Office

As simulações de dívida/PIB feitas pelo CBO consideram que os cortes de impostos feitos na administração Trump serão totalmente revertidos em 2026 e contribuirão para uma elevação das receitas do governo ao longo do tempo, em especial através do Imposto de Renda Individual.

Subir impostos é sempre um tema difícil, especialmente sendo uma medida que, sozinha, não será suficiente para resolver a dinâmica das contas públicas.

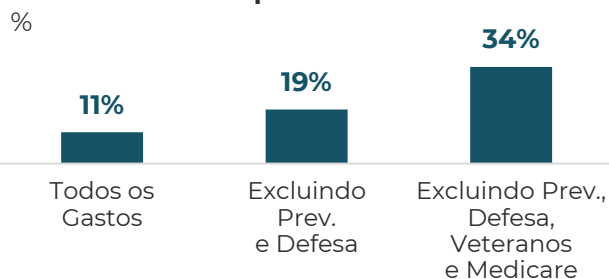
Para dificultar ainda mais, Donald Trump já sinalizou que vai aprofundar o corte de impostos caso se eleja novamente como presidente.

A mera extensão dos cortes de impostos feitos por Trump implicará numa perda de receitas de US\$3,4 trilhões e um aumento de 9,2 pp na dívida pública como % do PIB em 10 anos.

Como executar o ajuste fiscal?

Pela ótica da despesa, cortes necessários são expressivos e desafiadores

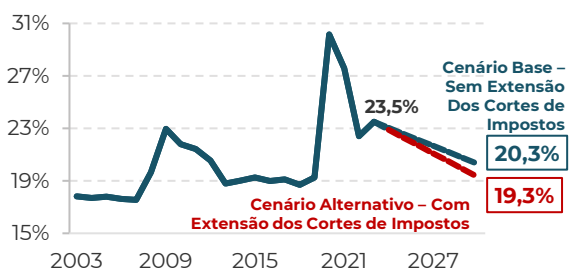
Corte nos Gastos para Estabilizar a Dívida



Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget

Despesas Primárias (ex-juros)

Porcentagem do PIB



Fonte: WHG

Para estabilizar a relação dívida/PIB nos níveis atuais, **as despesas precisariam ser cortadas linearmente em 11%**.

Se não houver consenso político para redução nos gastos em despesas obrigatórias, o corte nas demais despesas do orçamento teria que chegar a 34%, o que é bastante inviável politicamente.

Tal corte seria equivalente a 3% do PIB, com as despesas primárias passando de 23,5% para 20,3% do PIB.

Caso os cortes de impostos realizados no governo Trump não sejam revertidos a partir de 2026, a redução nos gastos precisaria ser ainda mais forte – ao redor de 4% do PIB

Opções para reduzir o déficit fiscal (% do PIB)

Poupança entre 2023 e 2032

Opção	Poupança entre 2023 e 2032
Ajuste pelo lado da receita	4,1
Criação de Imposto Sobre Consumo Nacional (IVA)	1,0
Eliminação ou Limitação de Deduções no Imposto de Renda	0,8
Elevação do Imposto que Financia a Seguridade Social (de 12,4% para 17,3%)	0,7
Aumento da Alíquota de Imposto de Renda em 1 ponto percentual	0,4
Aumento no Limite Máximo de Lucros Sujeitos ao Imposto de Seguridade Social	0,4
Redução nos Subsídios Para Seguro Saúde Pago por Empregadores	0,3
Cobrança de Imposto Sobre Emissão de Gases Estufa	0,3
Limitação de Subsídios Federais do Medicaid Pagos aos Estados	0,2
Aumento nos Prêmios Pagos no Medicare (Part B)	0,1
Ajuste pelo lado da despesa	1,4
Redução no Orçamento Annual do Departamento de Defesa	0,3
Imposição de Limites para Despesas do Medicaid	0,3
Redução nos Repasses Federais aos Estados Pelo Medicaid	0,2
Imposição de Limites para Despesas de Previdência Social	0,2
Redução de Outros Gastos Obrigatórios	0,2
Redução dos Advantage Benchmarks Para o Medicare	0,1
Redução de Gastos Discricionários	0,1
Redução de Benefícios Previdenciários Para Rendas Mais Altas	0,1

Fonte: Congressional Budget Office

Este material de divulgação é destinado exclusivamente ao cliente, não considera situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Asset Management Ltda. (“WHG”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas, não devendo ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional de oferta, distribuição, consultoria, solicitação de compra e/ ou venda ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. A decisão final de alocação cabe exclusivamente ao gestor discricionário da carteira do veículo de investimento. Recomendamos ao cliente que sempre consulte profissionais especializados antes de decidir sobre investimentos em ativos mobiliários. Este material não se caracteriza nem deve ser entendido como uma promessa/um compromisso da WHG de realizar os serviços ou estruturar os veículos de investimento aqui descritos. Este material não se caracteriza e não deve ser entendida como consultoria jurídica, contábil, regulatória ou fiscal em relação aos assuntos aqui tratados. O cliente deve basear-se, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e da WHG). Os indicadores citados no documento que não sejam os indicadores econômicos estabelecidos no regulamento do fundo devem ser interpretados como mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Informações adicionais através do link <https://whg.com.br/asset-management/fundos-whg/>



Agradecemos a confiança.

Para mais informações sobre nossos fundos, consulte:
<https://whg.com.br/asset-management>

Wealth High Governance

