

CARTA SEMANAL

No atoleiro da dívida

28 DE AGOSTO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 170

G5 Partners

g5partners.com

As recentes notícias sobre a dívida pública americana não foram nada auspiciosas, dado que, ao mesmo tempo que atingiu o nível psicológico de USD 40 trilhões, as regras de intervenção do Tesouro no mercado de títulos públicos dos Estados Unidos foram mudadas de maneira inusitada. Isso tudo após uma operação conjunta com o governo japonês no mercado de iene. Mas o que uma coisa tem a ver com a outra? Responder a essa, e outras perguntas, é o objetivo da edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM).

Primeiro vamos aos fatos. A dívida americana atingiu USD 40 trilhões na última semana, reflexo de um déficit fiscal que fechou 2025 em 5,3% do PIB, com a perspectiva de ficar perto de 6,0% do PIB nos próximos anos. Essa dívida representa cerca de 120% do PIB dos EUA – o que, com exceção do momento da pandemia¹, é o maior nível em tempos de paz. Esse resultado foi alcançado pela combinação de um aumento das despesas, que passaram de 19,5% do PIB em 2016 para 20,0% do PIB em 2026, e uma diminuição das receitas, que caíram de 17,8% para 17,5% no mesmo período. Entretanto, enquanto o último foi reflexo de políticas deliberadas de redução dos impostos, elaboradas principalmente nos mandatos de Donald Trump – e só parcialmente revertidas no mandato de Joe Biden –, o crescimento das despesas aparece como mais estrutural e tem relação com o envelhecimento da população americana, o aumento dos gastos com o Medicare², a previdência social e os programas para veteranos de guerra. Só que esses números contam apenas parte do problema, porque, no mesmo período, o gasto com juros subiu de 1,4% do PIB para 3,3% do PIB. E por que o gasto com juros mais que dobrou em 10 anos?

Apesar da “tentação” de atribuir tudo ao aumento do déficit fiscal, que passou de 3,2% para 5,8% nesse período, e ao impacto do crescimento da dívida sobre os juros, a “culpa” tem que ser dividida com o aumento da inflação – que, nos últimos 10 anos, passou de 2,1% para 3,4%³. Não por ela em si, mas pela percepção de que as taxas de curto prazo nos EUA deverão ser mais altas em 2026 do que eram em 2016 por causa dela. Pegando um título de 10 anos do Tesouro americano (treasury de 10 anos) como referência, vemos que a taxa passou de 2,35% em 2016 para 4,65% em 2026; e, dessa alta de 2,30 p.p., 1,68 p.p. se deveu ao aumento dos juros de curto prazo e 0,62 p.p. ao crescimento do prêmio de risco cobrado pelos investidores para carregar esses títulos, o que seria reflexo do aumento da dívida. E é essa a parte que podemos atribuir à piora do cenário fiscal americano. Interessante notar que, apesar de a parte ligada aos juros de curto prazo ser mais relevante, o prêmio de risco cresceu mais de quatro vezes no período, contra “apenas” 77% de aumento da parcela dos juros de curto prazo. Entretanto, se não é só o crescimento da dívida que impacta as taxas mais altas cobradas nos títulos públicos americanos, não há dúvida de que boa parte da piora da primeira se deve ao aumento das últimas. Mas como resolver esse círculo vicioso?

¹No segundo trimestre de 2020, a dívida chegou a 132% do PIB.

²É um seguro-saúde do governo federal americano para pessoas com mais de 65 anos que tenham pago impostos por pelo menos 10 anos.

³Dado de julho de 2026 medido pelo Consumer Price Index (CPI).

Como bem sabemos, através de um ajuste fiscal. Porém, assim como aqui, lá boa parte do crescimento das despesas parece difícil de ser comprimida devido ao envelhecimento da população. Portanto, o mais provável seria um eventual ajuste vir pelo lado da receita, algo bem familiar aos ouvidos brasileiros. A diferença é que, enquanto no Brasil a carga tributária ultrapassa os 34% do PIB, nos EUA ela é de “apenas” 25,6% – 8,1 p.p. abaixo da média da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que é de 34,1%. Ou seja, há espaço para aumento dos tributos; o que parece não haver é sentido de urgência e consenso político para implementá-lo, principalmente quando o custo de vida está crescendo e o PIB, ficando cada vez mais dependente dos investimentos em Inteligência Artificial (AI, na sigla em inglês). Quem arcaria com o maior fardo nesse ajuste: o consumidor, já pressionado pela inflação, ou as empresas, que vêm sustentando o crescimento da economia?

Bem, com esse pano de fundo, e para fugir das taxas mais altas dos títulos mais longos, o Tesouro americano começou a dar preferência para títulos de curto prazo. Mantendo nossa comparação entre 2016 e 2026, vemos que o percentual das T-bills (4 a 52 semanas) no total da dívida dos EUA nas mãos do mercado passou de 12,0% para 22,0%, às expensas das T-notes (2 a 10 anos) que caíram de 63,4% para 51,4%. E, como também sabemos, quanto mais curta é a dívida, mais difícil é seu gerenciamento, devido à necessidade de ir a mercado mais vezes em um curto período. Além disso, como as taxas curtas são mais influenciadas pela política monetária do que pelo comportamento fiscal, essa estratégia coloca em rota de colisão o Tesouro americano e o Federal Reserve (Fed), o Banco Central dos EUA. Ou seja, a insistência de Donald Trump na queda dos juros talvez passe mais por um cálculo fiscal do que por uma

preocupação legítima com o crescimento americano. Mas esse não é o único “conflito” entre o Tesouro e o Fed – principalmente o Fed de Kevin Warsh, seu novo presidente – por conta da preferência do primeiro em financiar sua dívida com títulos de curto prazo.

No OCM 129, descrevemos como a política do Fed de tentar reduzir seu balanço patrimonial (balance sheet, no termo em inglês) – o tal Quantitative Tightening (QT) – acabou por provocar, no mercado de money market americano, distorções que poderiam deixar o setor bancário dos EUA, principalmente os bancos regionais, exposto a crises de liquidez como em 2023, quando o Silicon Valley Bank (SVB) e o Signature Bank quebraram e o First Republic Bank teve que ser comprado às pressas pelo JP Morgan. E o principal motivo para o QT causar essas distorções foi o aumento das emissões de T-bills pelo Tesouro americano. Portanto, como Kevin Warsh sempre foi um crítico do aumento do balanço patrimonial do Fed, a manutenção dessa administração de dívida nos EUA certamente vai gerar dor de cabeça para o presidente do Fed. De todo modo, não é só o gerenciamento da parte curta da curva da estrutura a termo da dívida americana que pode colocar em rota de colisão Warsh e Scott Bessent, secretário de Tesouro dos EUA. A parte longa também terá um peso importante.

Apesar de o dado mais noticiado ter sido o patamar de USD 40 trilhões da dívida pública americana, o que no fim mais impactou o mercado de treasuries foi o anúncio do aumento do limite para as operações de recompra de títulos da dívida americana, para os prazos entre 10 e 30 anos: de USD 2 bilhões para, pelo menos, USD 4 bilhões. Além disso, foi anunciado que o Tesouro dos EUA poderia fazer uso do Treasury General Account (TGA) – uma espécie de conta-corrente do governo federal, que gira próximo de USD 1 trilhão e costuma ser usada para

pagamentos do dia a dia da administração federal –, o que elevaria, portanto, o poder de fogo dessas intervenções. Mas por que tudo isso? Porque aparentemente os níveis das taxas dos títulos de 10 anos, que se aproximaram de 4,80%, e, sobretudo, dos de 30 anos, que atingiram os 5,30% – nível não visto desde 2007 –, incomodaram o Tesouro americano. Então, esse aumento do espaço para intervenções seria uma forma de baixar essas taxas “na marra”. Entretanto, um dos mantras do novo presidente do Fed é que a indicação dos próximos passos da política monetária (forward guidance) é contraprodutiva porque faz com que os mercados passem a analisar o que o BC pensa dos dados, e não o que efetivamente eles dizem sobre as condições econômicas. Com isso, Warsh vem “batendo na tecla” de que a curva de juros americana é uma fonte importante de informação para o Fed. Essa ênfase é tão intensa que alguns analistas acham que ele espera que o aumento da taxa longa da curva faça o trabalho do BC americano de apertar as condições financeiras, sem que este tenha que subir os juros (será algum medo do impacto fiscal dessa alta?). Bem, em qualquer um dos casos, a intervenção do Tesouro exatamente nessa parte longa da curva atrapalha os planos de Warsh. Mas, o que o Japão tem a ver com essa confusão?

No OCM 168, falamos sobre a intervenção conjunta do Tesouro americano com o Ministério das Finanças do Japão para conter a desvalorização do iene. Algo um tanto quanto inusitado, dado que a última vez que isso aconteceu foi em 2011, quando houve o terremoto/tsunâmi no Japão, que acabou causando a explosão do reator da usina nuclear de Fukushima. Outra situação emblemática foi após o terremoto em Kyoto em 1995. Portanto, não é uma operação corriqueira, e não se tem registro de nenhum choque exógeno que tenha

afetado a moeda japonesa. Por isso, os EUA precisariam ter algum objetivo para além de ajudar os japoneses a conter a desvalorização de sua moeda. E esse objetivo fica mais claro quando observamos que o Japão é o maior detentor estrangeiro de treasuries e que, para fazer essa intervenção sozinho, teria que vender parte desse estoque – pressionando ainda mais a parte longa da curva de títulos americanos. A “cereja do bolo” foi que o Tesouro americano fez sua contribuição em euros, e não em dólares. E para o Brasil, qual é o impacto disso tudo?

A combinação de uma inflação mais alta com uma dívida mais alta elevará, estruturalmente, a curva de juros americana e, como essa é referência para o mercado de juros ao redor do mundo, as taxas ficarão mais altas. Por exemplo, a Fed Fund Rate do Fed (nossa Selic) atualmente é de 3,50% (piso do intervalo que vai até 3,75%); em 2016, era de 0,25%. A taxa de juros real nos EUA, medida pela TIP (NTN-B deles) de 5 anos, que está em 2,1%, era negativa em 0,30% em 2016. Já o risco-país do Brasil, medido pelo CDS de 5 anos, é de 1,20 p.p., enquanto em 2016 era de 2,45 p.p. Fazendo as contas, mesmo com o risco-país brasileiro caindo mais de 1,00 p.p. no período, chegamos à conclusão de que o piso para a Selic – ou seja, se fizessemos tudo certo –, que era cerca de 5,0% em 2016, passou para 8,00% em 2026, só por conta da piora do cenário fiscal americano. Portanto, excetuando-se cenários de catástrofe, esse é o principal custo do desequilíbrio econômico nos EUA para o Brasil: uma taxa de juros estruturalmente mais alta do que no passado.

Por tudo que foi visto neste OCM, provavelmente os acontecimentos das últimas semanas serão mais regra do que exceção nos próximos meses. Para controlar a dívida, os EUA terão que reduzir o déficit, o que requer

uma crise ou um consenso político. O primeiro ninguém deseja, e o último não existe; e isso será demonstrado, mais uma vez, na discussão sobre a renovação do teto da dívida – atualmente em USD 41,1 trilhões –, que deve levar o governo a um novo shutdown nos próximos meses. A dúvida ficará apenas no tempo de duração: se vai bater o recorde do ano passado ou não. Portanto, o cenário é dos EUA com os juros estruturalmente mais altos e, por consequência, o mundo com juros estruturalmente mais altos também. Não se enganem, a próxima crise virá não do estouro da bolha de AI – essa será consequência –, mas do mercado de dívida.

Frase da Semana

“O dinheiro não é raiz de todo mal. A falta dele, sim.”

Mark Twain

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,20	4,15
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,10	2,00

Sobre O Canário da Mina

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.