



★ ★ ★ ★ ★

# ONE BIG UNBEAUTIFUL BILL ACT

## THE ONE BIG **UN**BEAUTIFUL BILL

Perspectivas para a política fiscal americana e suas implicações  
econômicas

**Kínitro**  
CAPITAL

ESTUDO ESPECIAL

JUNHO 2025



## The One Big Unbeautiful Bill<sup>1</sup>

### *Antes, alguns pontos sobre o aumento das tarifas...*

Após revelar tarifas extremamente elevadas, o governo Trump recuou e moderou o incremento tarifário. Neste campo, a última ação concreta por parte do governo foi a incrível redução do imposto de importação (de 145% para 30%)<sup>2</sup> sobre produtos chineses, algo que nem mesmo os mais otimistas projetavam.

Ainda é cedo para tratar a questão como encerrada<sup>3</sup>, mas a interpretação até agora é que chegamos a um piso, 10% de tarifa para a Inglaterra<sup>4</sup>, e a um teto, 30% para a China. Seguindo essa lógica, o aumento da tarifa efetiva pode ficar em aproximadamente +14p.p. Existe muita incerteza, mas os sinais marginais são benignos frente o terremoto presenciado no “Liberation Day”.

Nossa visão é que o aumento tarifário será um choque de oferta sobre a economia americana<sup>5</sup>. Os mesmos produtos serão ofertados a preços mais elevados e o principal canal de deterioração da atividade tende a ser a perda de renda real da população. Estimamos que o choque inflacionário será da ordem de +130bps, parte dele (-30bps) pode ser compensando pela queda recente do petróleo. Observamos indícios que sugerem uma forte aceleração da inflação ao longo dos próximos meses nos indicadores de confiança.

Índice de Preços do Markit PMI x CPI YoY (%)



Fonte: S&P Global. Elaboração: Kínitro Capital.

<sup>1</sup> Estudo realizado com dados disponíveis até o dia 28/05/2025.

<sup>2</sup> [U.S. and China Agree to Temporarily Slash Tariffs in Bid to Defuse Trade War](#)

<sup>3</sup> Exemplo disso foi a decisão da Corte de Comércio. Nossa visão é que o governo utilizará outros meios para manter as tarifas em vigor, exemplos [aqui](#).

Dessa forma, a renda real das famílias americanas será deslocada em aproximadamente -1p.p. nos próximos trimestres, esses são os fundamentos que nos levam a projetar uma desaceleração do PIB de 2,5% para perto de 1,5%YoY no fim de 2025. Nesse cenário de inflação elevada e crescimento moderado, parece difícil acreditar que o Fed volte a cortar juros no curtíssimo prazo.

### *...agora vamos ao fiscal.*

É nesse contexto de maior inflação e crescimento moderado que o debate sobre a política fiscal americana começa a ganhar protagonismo. Desde o início de 2025 foi construída uma leitura que o novo governo americano poderia buscar uma redução do déficit público. O Secretário do Tesouro, Scott Bessent, afirmou inúmeras vezes que buscará reduzir significativamente o déficit fiscal (de 7% para perto de 3% do PIB)<sup>6</sup> e um “departamento para a eficiência governamental” (DOGE) foi criado com o objetivo de economizar até \$2 trilhões de dólares.

No Brasil, já vimos promessas de trilhões (de imóveis)<sup>7</sup> em ganhos fiscais serem frustradas. Dessa forma, essa meta trilionária nunca nos pareceu crível, mas será que o DOGE pode realmente gerar impacto fiscal e econômico significativo? Os dados oficiais indicam economia de US\$175 Bi<sup>8</sup>, mas esses dados não são transparentes o que impossibilita a verificação por análises independentes<sup>9</sup> e gera dúvidas sobre a magnitude do impacto fiscal. Isso nos fez buscar novas formas de análise.

<sup>4</sup> [Fact Sheet: U.S.-UK Reach Historic Trade Deal](#)

<sup>5</sup> [Kínitro Capital Carta Mensal de Mar/25](#)

<sup>6</sup> [Bessent's 3-3-3 Economic Growth Plan and the 5-4-3 Threat](#)

<sup>7</sup> [‘Trilhão’ prometido por Guedes vira R\\$ 89 bilhões](#)

<sup>8</sup> [Department of Government Efficiency](#)

<sup>9</sup> [What has Elon Musk's Doge actually achieved?](#)

**O DOGE está impactando a demanda agregada? Acreditamos que sim.**

O forte ritmo de expansão dos gastos do governo americano foi um importante motor do crescimento ao longo dos últimos anos. Nas contas nacionais, os gastos do governo cresceram em ritmo maior que o do PIB em todos os trimestres entre o 4T/22 e o 4T/24. No 1T/25, houve a primeira queda dos gastos do governo. Esse foi o primeiro indício que alguma restrição pode estar acontecendo na estância fiscal americana.

**EUA – PIB Total x Gastos do Governo (QoQ saar)**



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Kínitro Capital.

A abertura dos dados mostra que a grande contribuição negativa para os gastos do governo no primeiro trimestre do ano veio de defesa (-8,0% QoQ saar) mas os gastos excluindo defesa também recuaram (-1,0%QoQ saar).

**Abertura do Cons. e Inv. do Governo no PIB (QoQ saar)**

	2023				2024				2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>Consumo do governo e investimento bruto</b>	<b>5.1</b>	<b>2.9</b>	<b>5.7</b>	<b>3.6</b>	<b>1.8</b>	<b>3.1</b>	<b>5.1</b>	<b>3.1</b>	<b>-1.4</b>
Federal	4.6	-1.1	5.3	-0.3	-0.4	4.3	8.9	4.0	-5.1
Defesa Nacional	4.9	0.8	6.7	-1.3	-2.5	6.4	13.9	4.8	-8.0
Não defesa	4.3	-3.5	3.4	0.9	2.6	1.5	2.6	2.9	-1.0
Estadual e Local	5.3	5.4	5.9	6.1	3.1	2.3	2.9	2.5	0.8

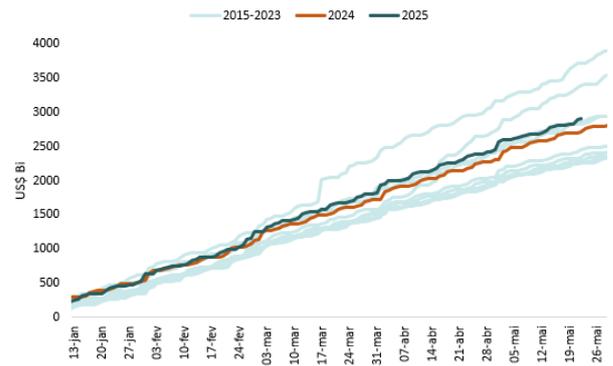
Fonte: BEA. Elaboração: Kínitro Capital.

**Essa contribuição negativa dos gastos do Governo seguirá no 2º trimestre? Parece que sim.**

Para buscar entender como está a dinâmica dos gastos no 2T/25 utilizamos os dados diários do tesouro americano <sup>10</sup>. A princípio os dados agregados não parecem mostrar mudança significativa na trajetória dos gastos, que

apresentam tendência de crescimento muito próxima do registrado em 2024.

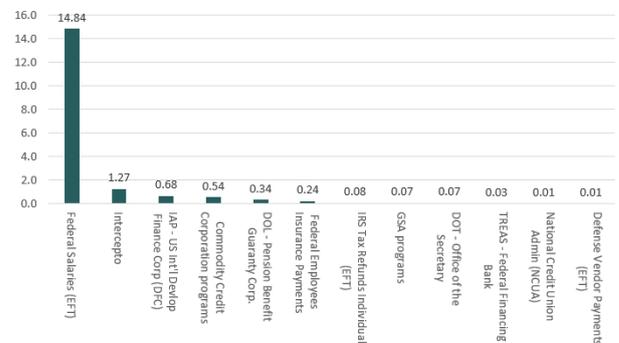
**EUA – Despesas Não Financeiras Totais (YTD)**



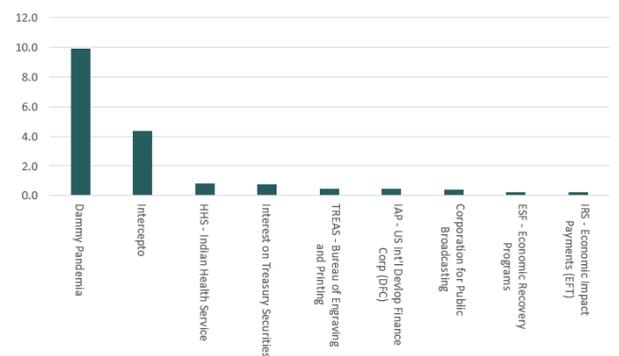
Fonte: Tesouro Americano. Elaboração: Kínitro Capital.

Mas a riqueza desses dados nos permite um mergulho mais a fundo no tema. Para criar um acompanhamento em alta frequência testamos os dados diários desagregados. A base traz informações de 160 linhas de gastos do tesouro <sup>11</sup>. Utilizamos modelos LASSO para entender quais dessas linhas apresentavam relevância estatística e capacidade de explicar os gastos com defesa e “ex-defesa”. O objetivo dessa análise é permitir que os dados sejam utilizados sem preconceitos e premissas.

**Parâmetros do Modelo: Gastos em Defesa**



**Parâmetros do Modelo: Gastos Excluindo Defesa**



Fonte: Tesouro Americano. Elaboração: Kínitro Capital.

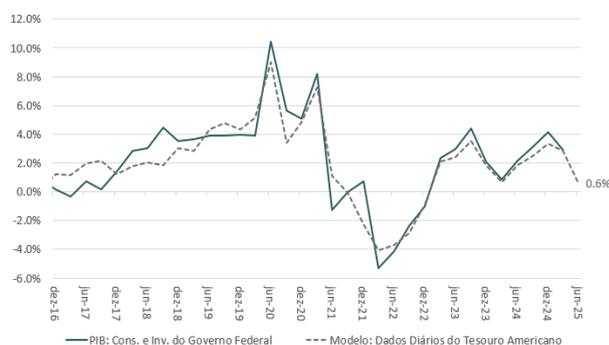
<sup>10</sup> <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/daily-treasury-statement/>

<sup>11</sup> [A lista dos dados abertos pode ser encontrada aqui.](#)

Utilizamos dados do 3T/16 até o 1T/23 para estimar o modelo, utilizamos os últimos 4 trimestres de dados disponíveis para avaliar as projeções “fora da amostra”.

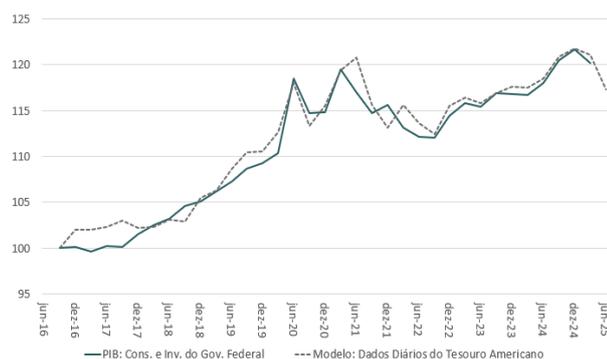
**Através dessa análise encontramos sinal negativo para os gastos do governo federal no PIB americano, os dados diários apontam para uma nova queda no 2T/25.** Ou seja, temos algum indício que o sinal do primeiro trimestre do ano pode ser fidedigno, que a política fiscal americana (com a ajuda do DOGE) pode ter se tornado contracionista na margem. **A grande dúvida agora é se essa dinâmica será, ou não, alterada pela renovação e ampliação dos cortes de impostos que o Congresso do país está votando**<sup>12</sup>.

**EUA – PIB: Cons. e Inv. do Governo vs Modelo (YoY)**



Fonte: Tesouro Americano. Elaboração: Kínitro Capital.

**EUA – PIB: Cons. e Inv. do Governo vs Modelo (Índice)**



Fonte: Tesouro Americano. Elaboração: Kínitro Capital.

*The not so Beautiful...*

**Agora analisaremos o impacto fiscal e econômico que a proposta de conciliação orçamentária aprovada pela Câmara dos Deputados americana deve trazer**<sup>13</sup>.

A proposta aprovada renova e aprofunda os cortes de impostos promovidos em 2017, realizando cortes de receitas que tendem a aumentar o déficit primário em aproximadamente US\$4,3 Tri em 10 anos. Parte desse impacto será compensado por corte de despesas, que devem somar US\$1,8 Tri no mesmo período. O impacto total deve ser um aumento no déficit da ordem de US\$2,7 Tri na próxima década, elevando as projeções da dívida pública para perto de 124% do PIB em 2034<sup>14</sup>. A tabela abaixo traz um breve resumo de algumas instituições americanas que avaliaram a proposta.

**Impacto Estimado no déficit e na dívida pública da House Reconciliation Bill**

Instituição	Impacto Déficit (10 anos)	Impacto Dívida Pública (10 anos)
Congressional Budget Office (CBO)	US\$ 2,3 tri.	18,6 p.p.
Tax Foundation	US\$ 2,6 tri. (estático); US\$ 1,7 tri. (dinâmico)	13,7 p.p. - 21 p.p.
Committee Responsible Federal Budget (CRFB)	US\$ 2,5 tri. (primário); US\$ 3,1 tri. (c/ juros)	20,2 p.p. - 25,1 p.p.
Penn Wharton Budget Model (PWBM)	US\$ 2,79 tri.	22,6 p.p.

Fontes: CBO<sup>15</sup>, TF<sup>16</sup>, CRFB<sup>17</sup>, PWBM<sup>18</sup>

Vale notar que o debate ainda não foi encerrado, longe disso. Agora o Senado se debruçará sobre a questão e sua proposta contempla um aumento do déficit na ordem de US\$5,8 Tri em 10 anos, ainda maior que o projetado atualmente.

**Impacto Estimado no déficit e na dívida pública da Senate Reconciliation Bill**

Instituição	Impacto Déficit (10 anos)	Impacto Dívida Pública
Committee Responsible Federal Budget (CRFB)	US\$ 5,8 tri.	Dívida em alta contínua até 2034

Fonte: CBO<sup>19</sup>

Utilizamos as projeções do CBO como base e incluímos as estimativas do impacto da proposta aprovada e as nossas projeções da arrecadação que as tarifas devem gerar. Chegamos a uma

<sup>12</sup> A Câmara dos Deputados americana aprovou sua proposta fiscal no dia 22/maio. Agora o processo de votação começará no Senado do país. O governo deseja aprovar a proposta até o Dia da Independência (04/Jul).

<sup>13</sup> [House Passes Trump Tax Bill After Last-Minute Changes](#)

<sup>14</sup> A dívida do governo federal deve encerrar 2025 perto de 100% do PIB.

<sup>15</sup> [CBO](#)

<sup>16</sup> [“Big Beautiful Bill” House GOP Tax Plan: Preliminary Details and Analysis](#)

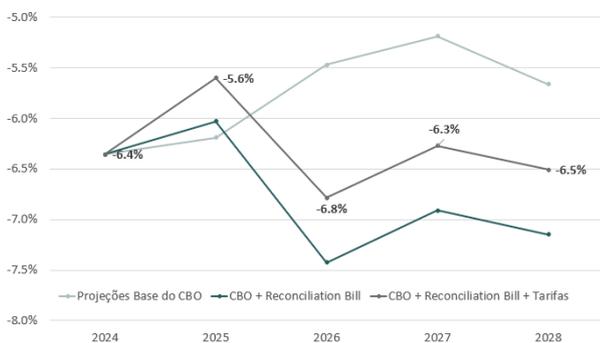
<sup>17</sup> [Breaking Down the One Big Beautiful Bill](#)

<sup>18</sup> [House Reconciliation Bill: Budget, Economic, and Distributional Effects \(May 22, 2025\)](#)

<sup>19</sup> [2025 Reconciliation Tracker](#)

projeção que indica uma redução importante do déficit em 2025 (de -6,4% para -5,6% do PIB) mas um aumento significativo em 2026 (para -6,8% do PIB).

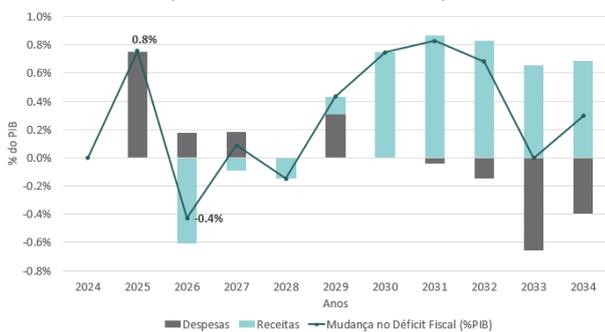
**EUA – Projeções para o Déficit Fiscal (% PIB)**



Fonte: CBO. Elaboração: Kínitro Capital.

Considerando o cenário que conta com os impactos da nova proposta fiscal e da arrecadação tarifária, podemos abrir essas projeções de resultado fiscal em receitas e despesas. O gráfico abaixo mostra o comportamento dessas linhas e do déficit utilizando o ano de 2024 como base zero. Conseguimos ver que em 2025 a projeção de redução do déficit se deve a uma menor despesa do governo (em linha com o encontrado em nosso modelo de alta frequência). Já em 2026, o aprofundamento do déficit se deve aos cortes de impostos (0,6% do PIB em 2026) e a um aumento das despesas em percentual do PIB (+0,6% do PIB em 2026). Essa composição é o que explica a ampliação do déficit em -1,2% do PIB.

**EUA – Mudança do Resultado Fiscal em Relação a 2024 (% do PIB; base zero em 2024)**



Fonte: CBO. Elaboração: Kínitro Capital.

Abrir o resultado fiscal em receitas e despesas é um primeiro passo para entender o impacto

<sup>20</sup> [Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?](#)

econômico do maior déficit em 2026. Agora podemos aplicar os multiplicadores fiscais para cada uma dessas categorias. A tabela abaixo resume a média dos multiplicadores listadas em Ramey (2019)<sup>20</sup>. A média do multiplicador para mais gastos públicos é aproximadamente +0,8 e de aumentos de impostos -1,7. Ou seja, a política fiscal pode se tornar significativamente expansionista em 2026 contribuindo com aproximadamente 1,0p.p. para o PIB. Esse é um dos fundamentos que sustenta nossa projeção de aceleração da economia americana em 2026. Acreditamos que o crescimento do PIB pode superar 2,0%YoY no próximo ano.

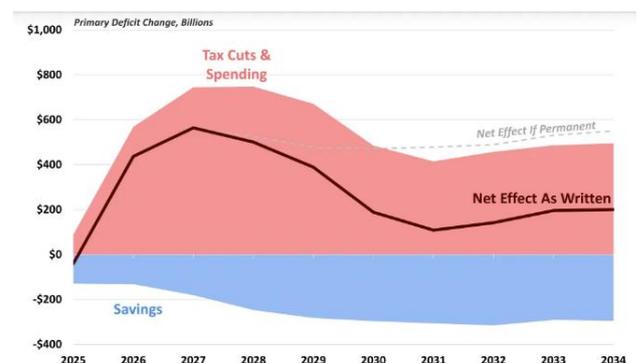
**Multiplicador Fiscal por Modalidade**

Metodologia	Gasto Público			Imposto		
	Séries Temporais	DSGE	Média	Séries Temporais	DSGE	Média
Máximo	1.6	1.1	1.3	-1.1	-0.1	-0.6
Média	0.7	0.9	0.8	-2.7	-0.6	-1.7
Mínimo	0.3	0.7	0.5	-5.0	-1.5	-3.3

Fonte: Ramey (2019). Elaboração Kínitro Capital.

Por fim, um último ponto que merece atenção é a dinâmica do déficit fiscal que o novo projeto apresenta. As projeções apontam para um déficit elevado até 2028 e uma queda acentuada das isenções fiscais a partir de 2029. Vale notar que 2028 é o último ano do atual governo. Ou seja, a proposta promete um aperto fiscal significativo no mandato do próximo presidente, algo que também nos faz lembrar do Brasil<sup>21</sup>. Isso cria um risco relevante, pois o próximo mandatário pode não aceitar o ajuste. O gráfico abaixo foi extraído da análise do CRFB<sup>22</sup>.

**A proposta da Câmara dos Deputados antecipa os cortes de impostos e gastos e posterga a poupança**



Fonte: CRFB.

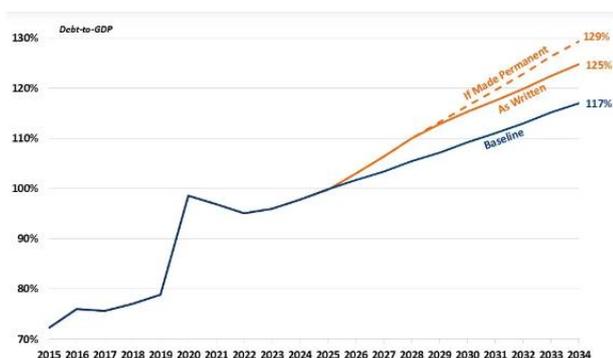
<sup>21</sup> [Em 2027, seja quem for o próximo presidente, não governa com esse arcabouço fiscal, diz Tebet](#)

<sup>22</sup> [House Reconciliation Bill Would Massively Increase Near-Term Deficits](#)

Caso os cortes atuais de impostos se tornem permanentes a trajetória da dívida PIB deteriorará ainda mais, podendo alcançar patamar próximo de 130% em 2034. A pergunta que fica, e que não responderemos aqui, é se o aumento da dívida PIB de fato impacta as taxas de juros longas nos países desenvolvidos.

Teoricamente o aumento da dívida tende a afetar as taxas de juros por 2 canais: o primeiro é o efeito de *crowding-out*, pois a política fiscal expansionista tende a competir com o investimento privado e resultar em um nível de estoque de capital mais baixo no equilíbrio de longo prazo, maior produção marginal do capital e maiores taxas de juros reais. O segundo é o canal da incerteza, onde altos níveis de dívida aumentam o risco de inadimplência, fazendo com que investidores exijam prêmios de risco maiores, elevando os juros dos títulos.

#### EUA - Projeção para o crescimento da dívida pública<sup>23</sup>



Fonte: CRFB.

A evidência empírica não é clara em relação ao impacto direto entre o nível de dívida e as taxas de juros longas, mas estudos recentes mostram que essa relação apresentou significância estatística para modelos estimados na última década<sup>24</sup>. O debate sobre os efeitos da dívida pública nas taxas longas de juros é extenso e rico, o que justifica uma análise mais aprofundada em um futuro estudo especial.

## Conclusão

O choque de oferta promovido pelo aumento das tarifas deve elevar a inflação e desacelerar o crescimento, é nesse contexto que o debate fiscal volta a ganhar atenção. Os dados recentes corroboram a leitura que o governo Trump parece ter começado com uma política fiscal mais

restritiva, observamos evidências disso nos dados do PIB do 1T/25 e nos dados de alta frequência do Tesouro Americano. Entretanto, a proposta de conciliação orçamentária aprovada pela Câmara dos Deputados do país tende a tornar a política fiscal novamente expansionista. Isso nos faz projetar uma reaceleração da economia em 2026 em um cenário que contempla uma inflação mais elevada e perspectivas de forte alta para a dívida soberana americana ao longo dos próximos anos. Esse contexto macroeconômico tende a elevar os riscos altistas para inflação e taxa de juros, ainda mais quando consideramos que trabalhos acadêmicos recentes voltaram a encontrar relevância estatística na relação entre o nível de dívida e as taxas de juros de longo prazo.

<sup>23</sup> [Adding Up the House Reconciliation Bill](#)

<sup>24</sup> [Impact of Public Debt on Long-Term Interest Rates](#)

# Kínitro

CAPITAL



[KINITRO.COM.BR](http://KINITRO.COM.BR)