



OPINIÃO PEZCO: A LÓGICA ECONÔMICA DAS TARIFAS DE TRUMP

O Senado dos Estados Unidos aprovou, no dia 15 de setembro de 2025, a indicação do economista Stephen Miran para compor o corpo de diretores do Federal Reserve (o Banco Central dos Estados Unidos). Dois dias depois, o recém-empossado já votava por uma redução mais acentuada da taxa básica de juros, do que aquela preferida por seus colegas.

Com doutorado pela Universidade de Harvard, Miran figurava desde março como membro do Conselho de Assessores Econômicos (“Council of Economic Advisors”) da Casa Branca. A influência sobre o presidente Donald Trump pode ser percebida não apenas pelas nomeações, mas também pela conformidade de algumas iniciativas adotadas pelo governo com seus diagnósticos e prescrições. “A User’s Guide to Restructuring the the Global Trading System”, escrito por ele enquanto estrategista sênior da gestora de recursos Hudson Bay Capital, detalha o fundamento econômico por trás da abordagem econômica que estamos testemunhando atualmente.

É amplamente sabido que o fato de os Estados Unidos serem o principal fornecedor de ativos de reserva e meios de pagamento para o mundo lhes asseguram vantagens econômicas, como por exemplo aquelas decorrentes da possibilidade de obter financiamento barato para as necessidades de financiamento fiscal e externa. Já nos idos de 1960, o então ministro da Economia da França, Valéry Giscard d’Estaing, caracterizava essa condição como sendo um “privilégio exorbitante”. Miran procura demonstrar a inexistência desse benefício através de uma tabela que mostra que o rendimento real dos títulos do Tesouro norte-americano é mais elevado do que os de outras economias, como Canadá, Japão, Alemanha e Itália, entre outros (tabela ao lado).

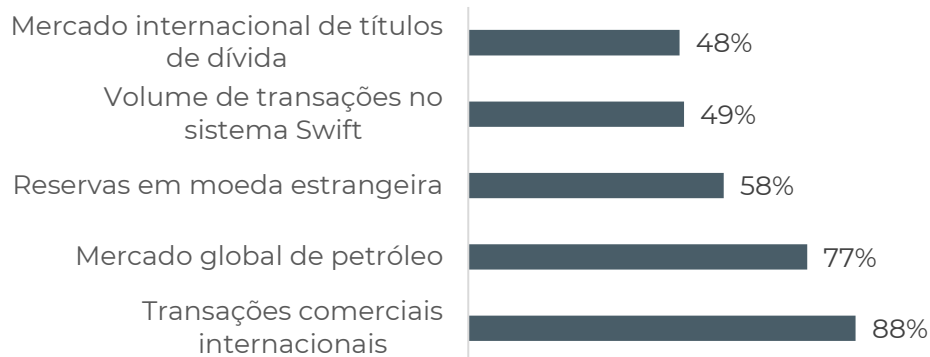
Tabela 1. Spread de financiamento em relação ao Tesouro dos EUA (números negativos significam que outras nações captam a custos inferiores aos dos EUA)	
Canadá	-1,05
Japão	-3,38
Reino Unido	0,12
França	-1,19
Alemanha	-1,94
Itália	-0,66
Grécia	-1,03
Suíça	-3,93
Suécia	-2,20

Fonte: Miran, S. (2024), com base em dados da Bloomberg e cálculos do HSBC.

Ainda que não se mostrem dispostos a renunciar à atual posição no sistema monetário internacional que prevaleceu após Bretton Woods, importantes ideólogos trumpistas acreditam fervorosamente ter sido essa a causa central de um processo de intensa sobrevalorização do dólar no mercado internacional, que em última instância provocou perda de competitividade e desindustrialização nos Estados Unidos, com consequências deletérias para os empregos. Pior: a transferência, ainda que de apenas parte, das cadeias de produção de bens estratégicos (como os ligados a tecnologia e defesa) para outros países tem representado importante ameaça à segurança nacional do país.

Gráfico 1. Participação do Dólar nos mercados globais

Fonte: Banco Santander, com base em BIS, PIMCO, FMI e Swift.



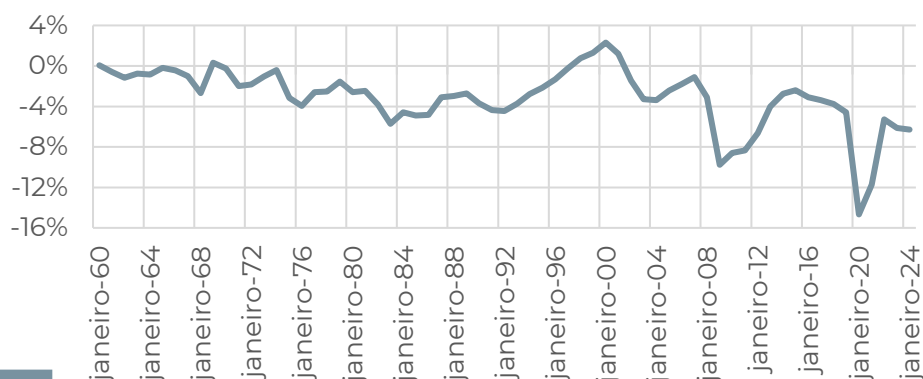
A demanda estrutural gigantesca pela moeda norte-americana seria muito pouco sensível ao comportamento de variáveis como déficits externos, juros ou câmbio; diferentemente do que ocorre em outros países onde estas variáveis se reequilibram ante mudanças dos fundamentos locais ou das condições externas.

O crescimento sistemático do comércio e dos estoques de reserva globais asseguraria, segundo o autor do texto mencionado anteriormente, demanda adicional sistemática por ativos norte-americanos levando a valorização contínua do dólar. Essa posição, em geral vista como privilegiada, seria a causa primária dos déficits gêmeos crescentes ("Na medida em que o PIB dos Estados Unidos encolhe em relação ao PIB Global, os déficits fiscais e em transações correntes necessários para equilibrar o balanço de poupanças aumenta como parcela da economia doméstica").

Aqui vale um comentário. Poderia ter sido explorada, no texto, a possibilidade de uma política fiscal exógena e menos expansionista que a praticada ao longo deste século. Não dá para descartar a possibilidade deste cenário contrafactual produzir um equilíbrio melhor em termos de taxa de juros, valor da moeda e déficits gêmeos.

Gráfico 2. EUA: Resultado fiscal nominal (% do PIB)

Fonte: Federal Reserve Bank of St Louis.



Na medida em que a posição de provedor de ativos de reserva global é percebida como algo que restringe o kit de ferramentas usual de política macroeconômica, as tarifas se mostram indispensáveis como instrumento. Elas possibilitariam conter o processo de perda de competitividade e ajudariam a proporcionar receitas fiscais. Ainda no sentido de negar a existência de efeitos colaterais associados à essa abordagem, os defensores da tarifação sustentam duas ideias que são, no mínimo, discutíveis: 1) Essa não reduz o bem-estar dos consumidores porque não gera aumento de preços no mercado local, e 2) O ônus, inclusive o fiscal, recai sobre o país exportador.

Em ambos os casos o argumento conta com uma flexibilização da teoria da inelasticidade da taxa de câmbio aos fundamentos. Uma apreciação cambial inicial compensaria o impacto inflacionário da tarifa. Quanto ao bem-estar e ao impacto fiscal, Miran destaca que: “na medida em que o câmbio compensa a tarifa, o preço efetivo dos bens importados não muda, mas como a moeda dos exportadores se deprecia, suas rendas reais e riquezas diminuem. O poder de compra dos norte-americanos não é afetado enquanto os cidadãos dos países exportadores ficam mais pobres. A nação exportadora acaba arcando com o custo da tarifa, enquanto o Tesouro dos Estados Unidos fica com a receita”.

Essa visão de ônus relacionada à depreciação cambial vis a vis benefício decorrente de apreciação da moeda parece um pouco contraditória com o diagnóstico principal. Parece também colidir com a prescrição final do texto: tentar provocar depreciação do dólar ao longo do tempo, no mercado internacional através de um acordo que envolva diversas nações. O acordo Plaza em 1985 e o Acordo Louvre (1987), envolvendo Estados Unidos, França, Alemanha Japão e Reino Unido, asseguraram depreciação relativa do dólar naquele período. As negociações poderiam envolver, da parte dos Estados Unidos, ameaças de sanções ou retirada de apoio militar.

O que fica patente a partir dos argumentos apresentados, é que a política internacional, no que se refere a tarifas, sanções e provimento de segurança militar, não é definida a partir de caprichos do presidente. Decorre de uma ideologia que se crê sustentada por sólidos fundamentos econômicos. Até o momento, temos visto consequências que parecem surpreender tanto a alguns economistas mais ortodoxos quanto àqueles comprometidos com a abordagem em curso. De um lado, constata-se que o impacto inflacionário pode ser substancialmente menor do que o imaginado. De outro, observa-se substancial a depreciação do dólar no mercado internacional e considerável a desaceleração do crescimento econômico dos Estados Unidos. Mas se tem algo que parece claro, é que essa abordagem veio para ficar.

Fonte: Miran, S. A Users Guide to Restructuring the Global Trading System. 2024.
[638199_A Users Guide to Restructuring the Global Trading System.pdf](#)

PEZCO ECONOMICS **Economia & Mercados**

Contato:

economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.