



Trump 500 dias: Muito Barulho Por (Quase) Nada

- Ainda que as tarifas e o câmbio depreciado tenham logrado êxito em conter o crescimento do déficit da balança comercial, não está claro que se estabeleceu uma tendência de melhora para as contas externas nos próximos anos.
- Uma redução mais drástica das necessidades de financiamento do setor público via corte de gastos ficou na promessa. A redução do déficit primário (sem contar juros), de 3,2% do PIB ao final do governo Biden, para 2,7% em 2025 e, provavelmente 2,5% em 2026, não parece suficiente para mudar a dinâmica do resultado nominal (Gráfico 1). O ajuste tem ocorrido mais em função de aumento da arrecadação do que de redução de gastos (Gráfico 2).
- A inconsistência da política econômica deve continuar custando caro à sociedade norte-americana. As tarifas e a moeda aumentam o custo de vida enquanto as incertezas e a inflação doméstica sustentam os juros nos patamares mais elevados dos últimos 20 anos.

Introdução

As iniciativas de política econômica do governo Trump têm se mostrado mais imprevisíveis nesse segundo mandato. A guerra no Oriente Médio, sem dúvida, foi o evento de maior impacto. Não se pode dizer, no entanto, que as respectivas consequências tenham causado surpresa para os analistas.

As incertezas em relação às iniciativas geopolíticas aumentaram a volatilidade dos preços de ativos e contribuíram para a depreciação da moeda norte-americana. Esse fator pode ter sido mais importante para a redução do déficit comercial do que o efeito direto do aumento de tarifas.

Mas tanto a políticas fiscal quanto a tarifária não parecem ter afetado substancialmente a dinâmica do déficit público. No final das contas, o que se apresenta é um quadro de inflação alta e juros elevados.

Gráfico 1: Déficit Primário e Nominal (% do PIB)

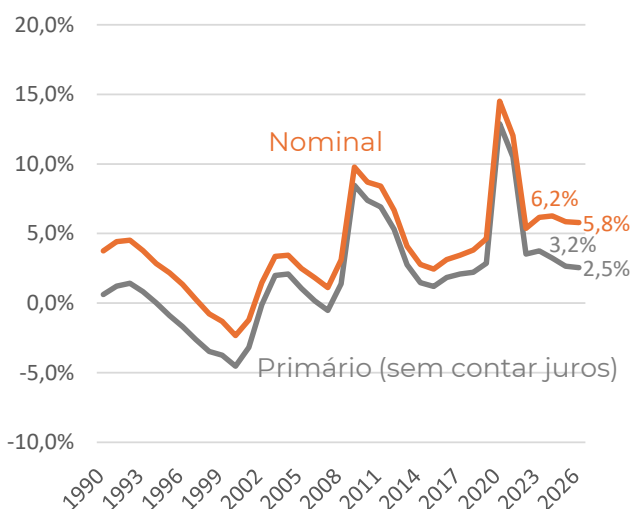
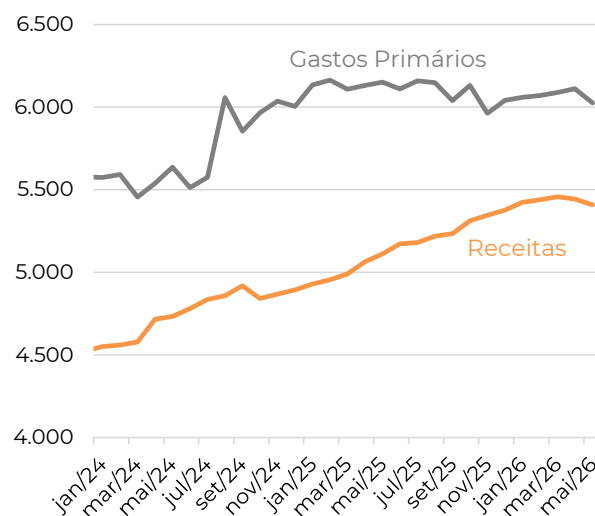


Gráfico 2: Gastos Primários e Receitas (USD BN em 12 meses)



Fonte: Treasury Monthly Statement e Congressional Budget Office

Comércio Exterior: O Déficit Comercial Interrompeu a Tendência de Crescimento

No segundo mandato, o governo de Donald Trump recolocou a política comercial no centro da estratégia econômica, adotando uma postura fortemente protecionista. A principal iniciativa foi a implementação de tarifas recíprocas ("reciprocal tariffs"), anunciadas em abril de 2025, que estabeleceram uma alíquota mínima de 10% sobre a maior parte das importações e taxas mais elevadas para países considerados responsáveis por barreiras comerciais ou grandes superávits com os Estados Unidos. A administração justificou essas medidas como resposta aos déficits comerciais persistentes, à perda de capacidade industrial doméstica e a práticas consideradas desleais por parceiros comerciais.

O governo também ampliou as restrições sobre setores estratégicos, elevando tarifas sobre aço, alumínio e diversos produtos manufaturados, ao mesmo tempo em que utilizou a política comercial como instrumento de negociação bilateral. A estratégia tinha como objetivo pressionar parceiros a firmarem acordos mais favoráveis aos Estados Unidos e incentivar a realocação da produção industrial para o país. Parte dessas medidas foi posteriormente contestada na Justiça, culminando em uma decisão da Suprema Corte que limitou a utilização de alguns dispositivos legais empregados pelo Executivo para impor tarifas sem autorização explícita do Congresso. Apesar disso, a maior parte das tarifas permaneceu em vigor, seja por meio de recursos judiciais, seja pela adoção de novas bases legais pela administração. Como resultado, o ambiente de incerteza para empresas e investidores continuou elevado, enquanto as negociações comerciais com diversos parceiros seguiram em andamento.

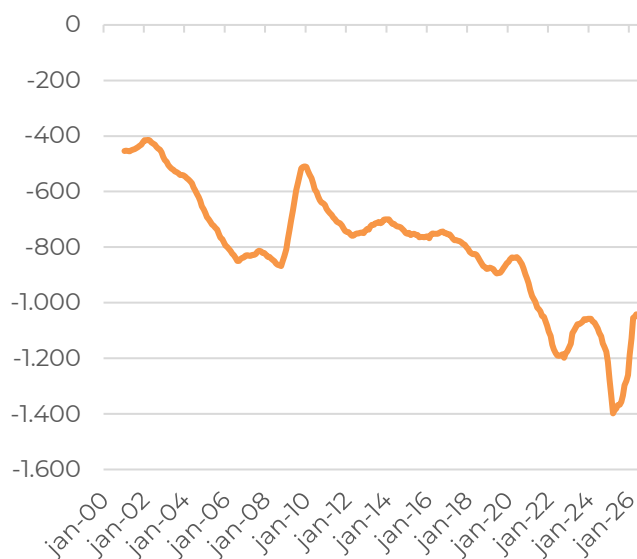
O Gráfico 3 apresenta uma medida de alíquota implícita média aplicada às importações a cada trimestre, com base na arrecadação total de impostos sobre as compras externas dividida pelo valor total de bens importados. O dado ilustra bem a magnitude do choque. Já no Gráfico 4, à direita, é possível ver o comportamento do saldo da balança comercial acumulado em 12 meses.

Fica claro que a política de comércio exterior logrou êxito no sentido de conter o crescimento do déficit. É importante ressaltar, no entanto, que uma parte importante da piora ocorrida ao final de 2024 e no início de 2025 (quando o déficit chegou na USD 1,4 trilhão) foi causada por antecipação de importações ante a perspectiva de aumento de alíquotas. Em função disso não é possível concluir que a tendência continuará sendo de melhora daqui por diante.

Gráfico 3: Alíquota Média Implícita de Impostos sobre Importações (%)



Gráfico 4: Saldo da Balança Comercial (USD Bilhões em 12 meses)



Fontes: Fed St. Louis e Bloomberg

Há que se considerar também que a depreciação do dólar no mercado de moedas ajudou não apenas a encarecer as compras internacionais, mas também aumentou a competitividade das exportações (ver Gráfico 5). Curiosamente, a perda de valor da moeda norte americana (quase 10% contra a cesta DXY¹ em 2025) foi causada, em grande medida, pelas próprias incertezas associadas às iniciativas de política econômica norte americana (iniciativas tarifárias erráticas, inclusive), que levaram investidores a buscarem destinos alternativos para seus investimentos.

Nesse sentido, a contenção do déficit da balança comercial parece ter custado caro. Tarifas e câmbio aumentaram o custo de vida. Incertezas e inflação doméstica sustentaram juros mais elevados. Tudo isso sem contar que existe um risco de os Estados Unidos voltarem a perder espaço (e influência) no comércio internacional para a China (Gráfico 6).

Teria sido mais recomendável abordar o tema externo pela via fiscal: redução do déficit público possibilitando juros mais baixos e câmbio mais depreciado (menor despoupança do setor público reduzindo a necessidade de absorção de poupança externa).

Gráfico 5: Exportações e Importações (USD Bilhões em 12 meses)

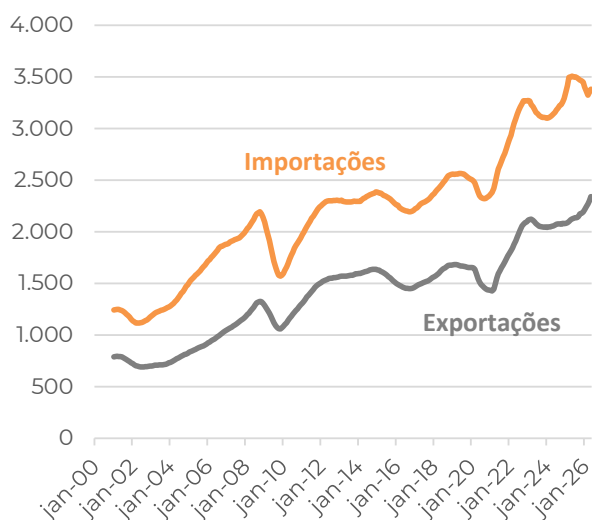
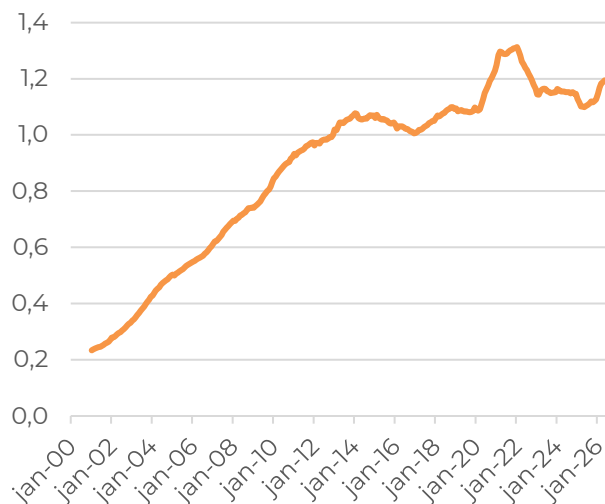


Gráfico 6: Corrente de Comércio (Exportações + Importações) China / Estados Unidos



Fonte: Bloomberg

Um Ajuste Fiscal Tímido

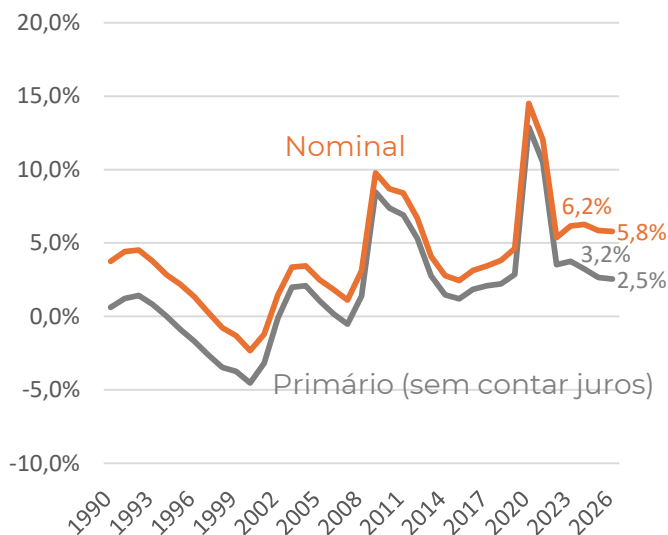
Uma redução mais drástica das necessidades de financiamento do setor público via corte de gastos ficou na promessa. A redução do déficit primário (sem contar juros), de 3,2% do PIB ao final do governo Biden, para 2,7% em 2025 e provavelmente 2,5% em 2026, não parece suficiente para mudar a dinâmica do resultado nominal (ver Gráfico 7).

O ajuste tem ocorrido mais pelo lado das receitas do que das despesas (Gráfico 8). De fato, a arrecadação com tarifas aduaneiras que totalizou USD 334 bilhões no ano fiscal de 2024 (terminado em setembro) deve atingir algo como USD 1,4 trilhão em 2026. Esse ajuste representa 3,3% do PIB, o que implica em redução de impostos não relacionados às importações da ordem de 2,7% do PIB (dado que o aumento total da

¹ O DXY (U.S. Dollar Index) é um índice que mede o valor do dólar americano em relação a uma cesta de seis moedas de economias desenvolvidas — euro, iene japonês, libra esterlina, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço.

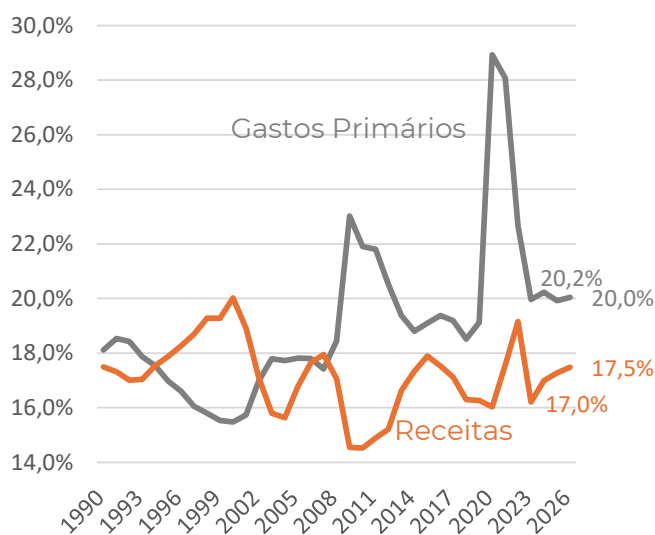
carga foi de 0,5 p.p. do PIB). Esses números dão uma medida da importância da política tarifária adotada no segundo mandato do governo Trump. Muito mais do que o impacto sobre competitividade e produção local, a estratégia é crucial para a dinâmica das contas públicas, principalmente pelo fato de os formuladores acreditarem fortemente que o ônus do tributo é arcado pelo exportador.

Gráfico 7: Déficit Público (Primário e Nominal) (% do PIB)



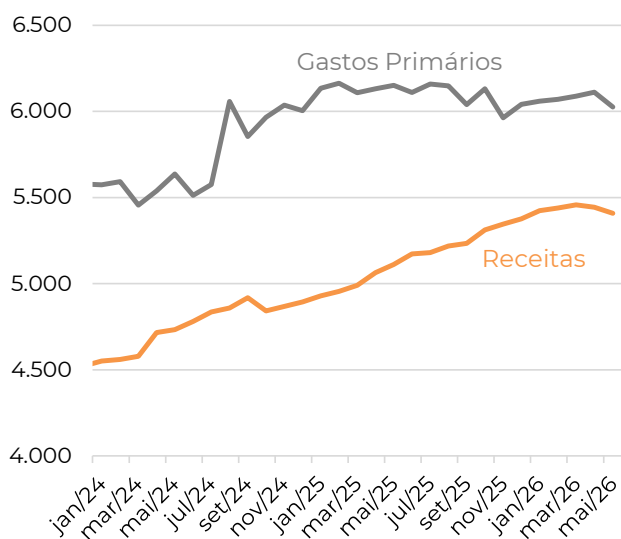
Fonte: Congressional Budget Office

Gráfico 8: Receitas e Despesas Primárias (% do PIB)



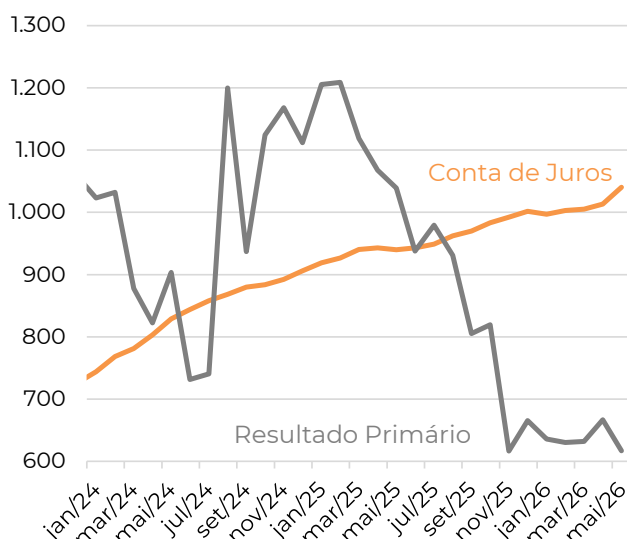
A situação se mostra ainda mais desfavorável às contas públicas quando avaliamos os resultados fiscais na margem. Não parece haver um esforço de redução de gastos primários em termos nominais. A queda como proporção do PIB resulta quase que exclusivamente do ajuste no denominador. E o ganho do lado das receitas tende a se esgotar na medida em que o impacto marginal da arrecadação com tarifas de importação se torna pouco significativo. Os gráficos 9 e 10 ilustram o argumento. O déficit primário parece se estabilizar na casa de R\$ 600 bilhões ao ano, enquanto a conta de juros seguirá em alta em função do endividamento crescente.

Gráfico 9: Receitas e Despesas Primárias (USD bilhões em 12 meses)



Fonte: Treasury Monthly Statement

Gráfico 10: Déficit Primário e Conta de Juros (USD bilhões em 12 meses)

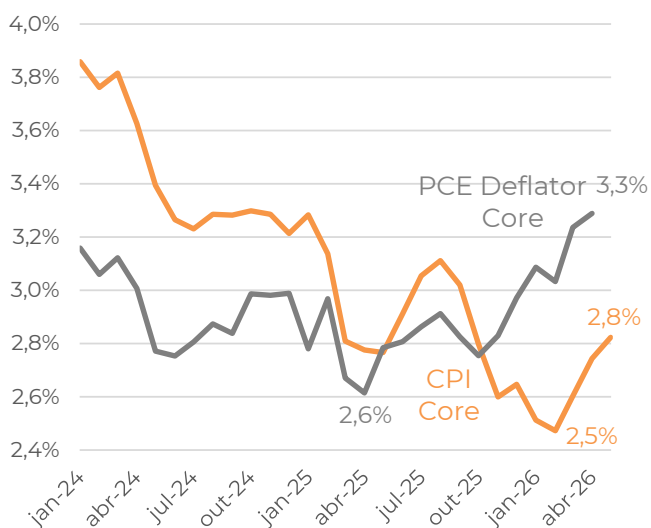


Resultado: Mais Inflação e Juros Mais Altos

A estratégia de ajuste do desequilíbrio externo via câmbio parece contraproducente, na medida em que a inflação mais elevada exige juros também mais altos por mais tempo. É bem verdade que a guerra no Irã e os preços do petróleo foram decisivos no sentido de provocar um ajuste para cima na inflação e levar os mercados a embutir expectativas de alta para a taxa básica de juros. Mas é certo também que as inconsistências de políticas macroeconômicas impediriam uma redução dos Fed Funds de qualquer forma, na medida em que o ciclo de queda da inflação subjacente já havia sido interrompido desde os meses finais 2025 (ver: EUA: [Indicadores de Inflação CPI e PCE Deflator Apontando para Direções Opostas](#) e Gráfico 11).

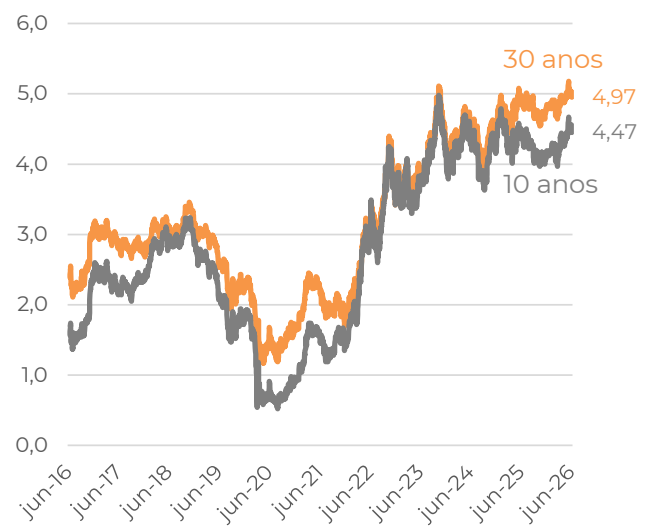
O impacto inflacionário das tarifas, a depreciação cambial oriunda da desconfiança de investidores e as pressões salariais em um mercado de trabalho apertado se somaram ao choque de preços de combustíveis para escancarar a dificuldade de formular um cenário em que as taxas de juros mais longas recuem relação ao maior patamar dos últimos 20 anos (Gráfico 12).

**Gráfico 11: Núcleo da Inflação
(CPI e deflator do PCE, % interanual)**



Fonte: Fed St Louis

Gráfico 12: Rendimento dos Títulos do Tesouro Norte-Americano (% a.a.)



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.