

## Implicações da nova política externa americana

No dia 02 de abril (apelidado de “*Liberation Day*” pelo presidente Donald Trump), foram anunciadas as “tarifas recíprocas”, que podem contribuir para elevar a alíquota efetiva sobre as importações americanas para o maior patamar em mais de 100 anos. Mesmo antes de sua implementação, a proposta para aumento tão expressivo das barreiras alfandegárias já reacendeu o debate sobre os motivos pelos quais esse tipo de política perdeu protagonismo no passado – e porque retorna com força no cenário atual.

Após a Segunda Guerra Mundial, os EUA emergiram como a principal liderança entre as democracias capitalistas em um mundo devastado, alterando radicalmente as diretrizes da política externa. O foco passa a ser a cooperação internacional como um meio de promover a estabilidade econômica e a paz entre as nações (“*Pax Americana*”). Para tanto, foram firmados pactos, como o sistema de Bretton Woods (1944)<sup>2</sup> e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (1947)<sup>3</sup>.

Embora medidas protecionistas continuassem a existir, o foco se voltou para políticas não alfandegárias (como cotas, subsídios e sanções comerciais), salvo casos específicos. O período também foi marcado pelo surgimento de acordos comerciais regionais, como o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA, 1994),<sup>4</sup> a União Europeia (1993) e o Mercado Comum do Sul (Mercosul, 1991).

### O “consenso acadêmico” sobre comércio e tarifas

A corrente dominante no pensamento econômico moderno defende que o livre-comércio tende a ser benéfico para todos os países envolvidos, especialmente os menos produtivos, ao permitir que cada nação possa (i) focar na produção daquilo que faz relativamente bem – ou seja, em que possui vantagens comparativas – e (ii) obter ganhos de escala ao ampliar a produção em determinadas atividades. Ao concentrar seus recursos nas áreas mais eficientes, cada país consegue produzir mais valor do que se tentasse fabricar internamente tudo o que consome, utilizando esse excedente para financiar a importação de bens (geralmente mais baratos) no mercado internacional. Isso tende a ampliar o bem-estar global e o desempenho individual de cada economia.

**“The most important fact about a free market is that no exchange takes place unless both parties benefit.”**

Milton Friedman em *Free to Choose* (1980)

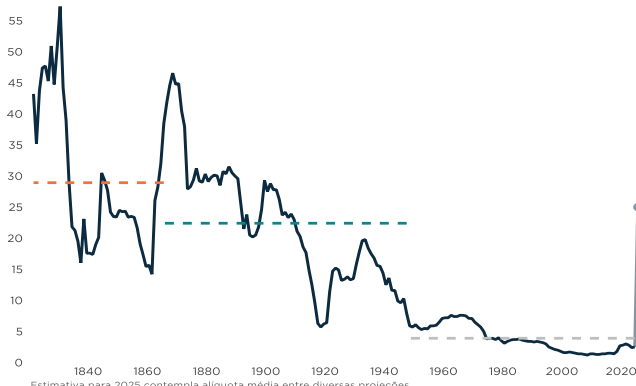
Contudo, a hipótese de que o comércio beneficia os países como um todo não significa que todos os indivíduos se beneficiam. Pelo contrário, a liberalização comercial quase sempre gera vencedores e perdedores, deslocando renda de setores menos competitivos para os mais eficientes.

Esses efeitos atingem mais fortemente os fatores de produção com menor mobilidade (que têm dificuldade em migrar dos setores perdedores para os vencedores), o que implica em efeitos adversos para alguns detentores de capital e uma parcela da força de trabalho. Além disso, alterações na matriz produtiva também podem afetar a demanda por insumos em outros setores, gerando efeitos em cadeia.

Apesar dos efeitos adversos, a ampla maioria dos trabalhos científicos é favorável à abertura comercial como uma alternativa com mais benefícios do que malefícios. Em grande parte, porque os ganhos agregados costumam ser suficientes para compensar os eventuais custos da implementação de medidas de suporte às pessoas prejudicadas pelo comércio, como seguro-desemprego e programas subsidiados de requalificação e realocação.

### Tarifa efetiva média sobre as importações dos Estados Unidos

— Tarifa média efetiva e estimativa para 2025 — Média entre 1821 e 1965 (28,9%)  
 - - Média entre 1865 e 1947 (22,4%) - - Média entre 1947 e 2024 (3,9%)



Fonte: Tax Foundation, Turim

### Uma breve história do comércio internacional

Até o século XVIII, o comércio internacional era concebido como uma competição por recursos (notadamente metais preciosos), seguindo os princípios do mercantilismo. Por esta razão, as políticas econômicas implementadas pelos estados nacionais eram altamente protecionistas: tarifas elevadas sobre bens importados, subsídios à manufatura e exportação, além de leis que favoreciam a formação e manutenção de monopólios.

As origens do pensamento econômico moderno sobre o comércio internacional surgem apenas no final do século, a partir dos estudos de Adam Smith (1776), que defendia a especialização e a produtividade como as verdadeiras fontes de riqueza das nações. Nos anos seguintes, David Ricardo (1817) formalizou essas ideias por meio da teoria das vantagens comparativas, que mostrou como o livre-comércio permite ganhos de produtividade ao direcionar os recursos produtivos de cada país para as atividades em que são mais eficientes.

Apesar do avanço da teoria econômica sobre o tema, o uso disseminado de barreiras comerciais permaneceu presente ao longo dos anos. O Império Britânico instituiu as *Corn Laws* no século XIX para proteger seus agricultores, enquanto os Estados Unidos e a Alemanha impuseram diversas tarifas<sup>1</sup> para proteger suas indústrias. Apenas na década de 1930, após a adoção do *Smoot-Hawley Tariff Act*, que impôs tarifas sobre mais de 20 mil bens, elevando a alíquota efetiva das tarifas sobre importações de 13,5% para 20% (reconhecido como um agravante da Grande Depressão), os efeitos negativos desse tipo de medida ficaram evidentes.

<sup>1</sup> Exemplos: *Dallas Tariff* (1816), *Tariff of Abominations* (1828), *Morrill Tariff* (1861) e *McKinley Tariff* (1890).  
<sup>2</sup> A conferência estabeleceu o padrão ouro e criou o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.  
<sup>3</sup> O GATT estabeleceu as normas para o comércio até ser substituído pela OMC em 1995.

<sup>4</sup> Substituído em 2020 pelo Acordo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA) após negociações durante o primeiro mandato de Donald Trump.



Se assumirmos a estabilidade na composição dos parceiros comerciais no total de importações dos EUA (com base nos dados de 2024), o impacto estimado sobre a tarifa efetiva após o anúncio do dia 02 de abril seria de aproximadamente 25 pontos percentuais, desconsiderando exclusões. Essa estimativa, no entanto, pode variar a depender da elasticidade da demanda dos consumidores em relação à variação dos preços dos bens importados, que deve a reduzir a participação dos exportadores atingidos pelas maiores alíquotas no total das importações americanas.

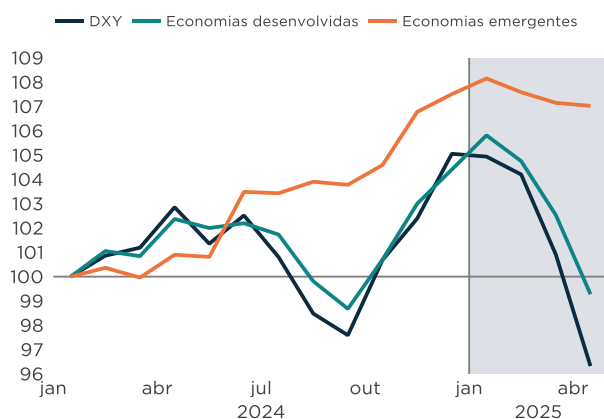
A China é o exemplo mais emblemático: sua tarifa subiu dos 34% anunciados no dia 2 para 145%, após responder com medidas retaliatórias. Já para os demais países, as tarifas acima de 10% foram temporariamente suspensas (com exceção de Canadá e México, cujas alíquotas foram definidas em 25% anteriormente, embora sujeitas a diversas exclusões relacionadas ao USMCA), devido a “avanços nas negociações” – curiosamente, em meio a uma forte deterioração do mercado financeiro.

Se mantida a hipótese de estabilidade das importações para o cenário atual, o impacto sobre a tarifa média subiria para mais de 30%. No entanto, é consenso que as alíquotas impostas pelos dois países tornam praticamente inviável qualquer relação comercial direta entre EUA e China, o que levaria a uma elevação bem mais moderada da taxa. Mesmo assim, a substituição das importações chinesas, seja por produção interna ou por importações de outros países, ainda resultaria em alguma pressão inflacionária.

Além disso, a pressão sobre os preços de bens importados pode ser ainda maior considerando o comportamento recente do Dólar americano, que – contrariando as hipóteses dos modelos tradicionais, como vimos na seção anterior – registrou uma depreciação expressiva desde o anúncio das novas tarifas.

### Performance do Dólar

Base 100 = Jan/2024



Fonte: Federal Reserve, Turim

A desvalorização pode ter sido agravada pelo ponto de partida já elevado (leia-se “caro”) da moeda americana – cerca de dois desvios-padrão acima da média histórica dos últimos 60 anos em termos reais efetivos. Entretanto, a depreciação particularmente intensa na comparação com outras reservas de valor (*hard currencies*) vis-à-vis moedas de mercados emergentes reforça a narrativa de que

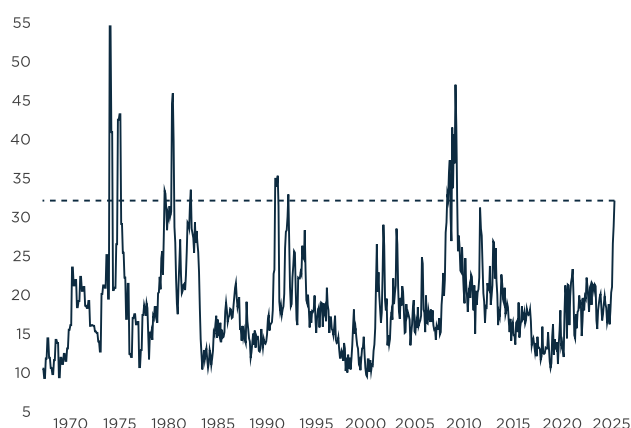
investidores vêm buscando alternativas ao mercado dos EUA na margem.

Em todo caso, quaisquer sejam as razões por trás do movimento, o impacto prático é claro: as importações ficam ainda mais caras, pressionando a inflação e reduzindo o poder de compra dos consumidores, o que por sua vez também amplia os riscos negativos para o crescimento econômico.

Embora membros do governo americano tenham sinalizado que as tarifas podem cair após negociações, a imprevisibilidade das políticas adotadas até aqui já impõe custos. O aumento da incerteza em relação ao ciclo econômico leva empresas e consumidores a adiarem decisões de investimento e consumo (especialmente de bens duráveis), assim como a volatilidade do mercado afeta as condições financeiras, que por sua vez atingem a economia real.

### Expectativa para menos empregos nos próximos seis meses

Percentual dos entrevistados ajustado pela sazonalidade



Fonte: Conference Board, Turim

### Motivos de Trump e o risco para hegemonia do Dólar

Entre discursos e publicações, o presidente e sua equipe vêm enfatizando alguns pontos que podem ser entendidos como objetivos das políticas tarifárias, incluindo (i) reduzir os déficits na balança de pagamentos, (ii) reduzir os déficits nas contas públicas, (iii) atrair investimentos para ampliar a produção industrial nos EUA, e (iv) ampliar o poder de barganha em negociações internacionais.

Trump parece interpretar o déficit comercial como uma transferência de renda dos Estados Unidos para outros países, embora isso tenha impulsionado o poder de compra dos consumidores americanos por décadas. Mais do que isso, a demanda global por dólares permaneceu praticamente ilimitada, a despeito dos déficits persistentes em conta corrente e nas contas públicas. Essa capacidade de se financiar a baixo custo em moeda própria (exclusiva dos Estados Unidos na escala observada) ficou conhecida como “privilégio exorbitante”.<sup>5</sup>

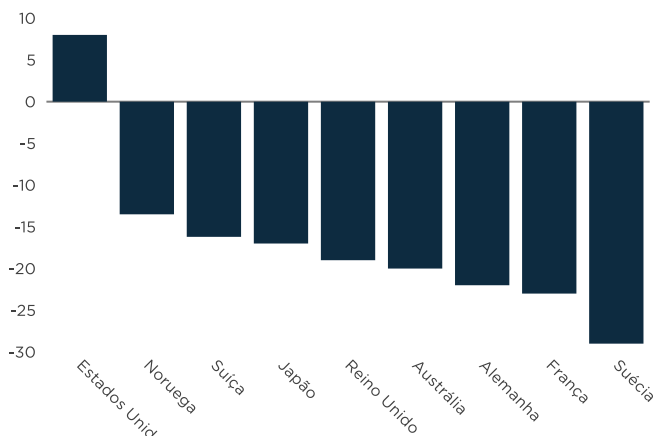
Barry Eichengreen explora esse fenômeno em seu livro de mesmo nome. Segundo ele, a ascensão do Dólar começa a partir do final da Primeira Guerra Mundial e se consolida após a Segunda Guerra, por meio do sistema de Bretton Woods. Dessa forma, os Estados Unidos se tornaram desproporcionalmente influentes – não apenas no comércio internacional, mas também na geopolítica global. O autor

<sup>5</sup> Termo cunhado pelo, então ministro de finanças da França, Valéry Giscard d’Estaing na década de 1960.

argumenta que a resiliência da moeda como principal reserva de valor do mundo se explica pela liquidez do mercado financeiro americano, pela confiança institucional e pela ausência de alternativas viáveis. Sob esse ponto de vista, combater o déficit comercial (restringindo a oferta de dólares ao resto do mundo) e desestabilizar acordos internacionais (arriscando a credibilidade institucional dos EUA) pode colocar em risco esse privilégio. Nesse caso, os desequilíbrios nas contas externas e públicas tenderiam a exercer efeitos mais adversos. Também seria natural observar um aumento nos prêmios de risco embutidos nos ativos financeiros americanos, o que conversa com a performance relativa de diversos ativos desde o Liberation Day, ainda que flutuações de preços possam ser erráticas no curto prazo.

### Variação das taxas de títulos públicos de 10 anos em países selecionados

Variação em pontos-base desde 02/04/2025



Fonte: Bloomberg, Turim

Por outro lado, em artigo publicado no final do ano passado, Stephen Miran, presidente do Conselho de Consultores Econômicos da Casa Branca, argumenta que o privilégio exorbitante vem acompanhado de custos, particularmente por meio da apreciação cambial. Nesse sentido, o "guarda-chuva" de segurança global (o papel de "polícia mundial" exercido pelos EUA) e o fornecimento da moeda de reserva global (que facilitaria o comércio internacional entre países) podem ser interpretados como bens públicos subsidiados pelos EUA, que, portanto, deveriam ser compensados. Essa compensação, segundo ele, poderia vir por meio de tarifas sobre importações, investimentos estrangeiros em fábricas nos EUA, abertura de mercados para produtos americanos e aumento dos gastos domésticos em defesa. De forma análoga, a depreciação cambial também poderia vir através de ações coordenadas, em um movimento semelhante ao Acordo de Plaza<sup>6</sup> ("Mar-a-Lago Accord").

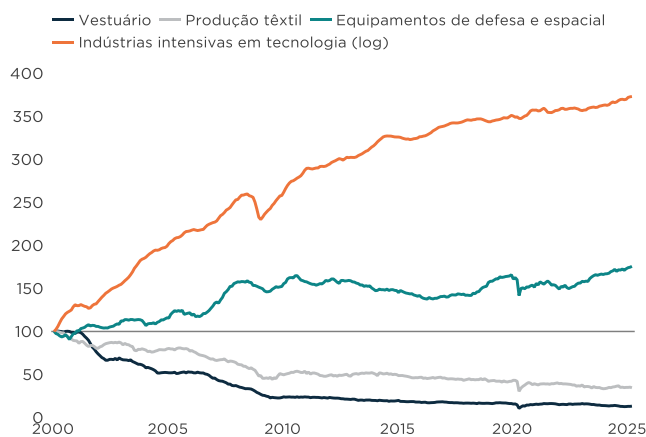
Um ponto importante dessa linha de argumentação é que potenciais efeitos adversos causados pelas medidas poderiam ser justificados pela proteção de setores estratégicos, vinculando a política comercial à segurança nacional. Isso porque perder capacidade industrial e depender de cadeias de suprimento mais dispersas pelo mundo aumentaria a dependência de fornecedores externos de insumos para áreas como saúde pública (incluindo componentes da produção de medicamentos) e segurança (como a fabricação de armamentos).

Além desses setores, o governo americano parece interessado também em expandir a indústria de tecnologia - incluindo temas

como inteligência artificial e robótica - ainda que a elevada incerteza associada à implementação das novas políticas pareça pouco favorável à atração de investimento privado, pelo menos no curto prazo. De qualquer forma, mesmo se bem-sucedida, parte relevante da expansão da indústria se daria em setores de menor valor agregado, contrariando a tendência observada nas últimas décadas. Nesse caso, grande parte dos empregos criados tenderia a demandar menor nível de qualificação e oferecer salários mais baixos frente a outros segmentos mais competitivos da matriz produtiva americana.

### Crescimento real da produção industrial em setores selecionados

Base 100 = Jan/2000



Fonte: NBER, U.S. Department of Treasury, Turim

Em suma, o cenário atual parece levantar mais perguntas do que respostas. A elevada incerteza tende a se refletir em maior volatilidade no curto prazo, mas também pode sinalizar a possibilidade de transformações estruturais nos próximos anos. A hipótese de uma eventual redução do diferencial de crescimento dos EUA em relação a outras economias desenvolvidas - parte do chamado "excepcionalismo americano" - corrobora o argumento por uma reavaliação da alocação geográfica em portfólios globais. Ainda assim, qualquer movimento nessa direção requer prudência e implementação gradual, de modo a mitigar o risco de que flutuações de curto prazo resultem em perdas permanentes.

### Referências

EICHENGREEN, Barry. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, 2010.

MELITZ, Marc; OBSTFELD, Maurice; KRUGMAN, Paul. International Economics: Theory & Policy. Ninth Edition. Pearson, 2012.

MIRAN, Stephen. A User's Guide to Restructuring the Global Trading System. Hudson Bay Capital Management, 2024.

THE WHITE HOUSE. "Fact Sheet: President Donald J. Trump Declares National Emergency to Increase our Competitive Edge, Protect our Sovereignty, and Strengthen our National and Economic Security". Washington, 2 abr. 2025.

UNITED STATES TRADE REPRESENTATIVE (USTR). "Reciprocal Tariff Calculations".

<sup>6</sup> Acordo internacional para depreciar o Dólar e reduzir o déficit comercial dos EUA em 1985.