



Samuel Pessôa

Pesquisador associado do
FGV IBRE

Desvendando a *trumponomics*

O fundamento que motivou a política do presidente americano Donald Trump de elevar muito as tarifas de importação é que o papel especial do dólar como meio de pagamento internacional e o papel especial do título emitido pelo Tesouro Americano como porto seguro para a função de reserva de valor mantêm a moeda americana sobrevalorizada. Este é o argumento fundamental no texto de Stephen Marin, hoje chefe da assessoria econômica do presidente Trump, de novembro de 2024. A sobrevalorização do câmbio – isto é, uma cotação mais forte do que a compatível com o ajuste de transações correntes – prejudica o desenvolvimento da indústria americana, principalmente da indústria manufatureira. As tarifas são uma forma de compensar o desequilíbrio produzido pelo dólar artificialmente forte.¹

De forma contraditória, como o próprio texto defendendo a *trumponomics* sugere, nos últimos anos esse privilégio exorbitante da moeda americana não tem se mostrado com toda a clareza. Aparentemente, o privilégio exorbitante é passado. Hoje o Tesouro Americano já paga juros maiores do que a Grécia, por exemplo, para se financiar. Entre os países do G10, vale a paridade coberta da taxa de juros: não há diferenças apreciáveis de retorno entre aplicar diretamente no título do Tesouro Americano ou aplicar em um título do Tesouro de qualquer país do G10 e, em seguida, travar a taxa de câmbio do dólar para o vencimento do título do país do G10. Somente para os títulos do Tesouro Americano de curto prazo, as notas do Tesouro Americano, há evidência de algum privilégio exorbitante.² De fato, um processo consistente de diversificação das reservas internacionais para outras moedas que não o dólar é visível desde 1999.³

Também não parece haver nada de anormal quando olhamos as contas externas. A média dos déficits externos da balança de transações correntes entre residentes e não residentes foi, para os últimos 15 anos, de 2,7% do PIB. Não é um número exorbitante. O Brasil produz déficit dessa ordem. A Austrália, déficits muito maiores. Ou seja, não há sinal claro de privilégio exorbitante quando olhamos as quantidades. Mas poderíamos insistir e perguntar: por que o mercado não zera o déficit dos EUA com o resto do mundo? Por que 2,7% do PIB de déficit de transações correntes é um equilíbrio? Para avançarmos, é útil lembrarmos que:

$$TC = bens + serviços + renda primária + renda secundária,$$

em que *TC* é o saldo de transações correntes; *bens* é a balança de mercadorias, inclui bens duráveis e não duráveis; *serviços* é a balança de serviços, inclui fretes, seguros, assistência técnica, turismo, canais de filmes (*streamings*) etc.; *renda primária* são os juros e dividendos líquidos pagos e recebidos, isto é, a contrapartida dos investimentos feitos no exterior, na forma de investimento direto, em títulos de dívida ou ações, e em dívida contra bancos; e a *renda secundária* corresponde às transferências sem contrapartidas, seja de imigrantes que remetem recursos aos familiares, ajuda internacional, pública e privada, e recursos para financiar órgãos e agências multilaterais. Os assessores do presidente Trump estão preocupados com o déficit da balança de mercadorias. É útil reescrever o saldo de transações correntes da seguinte forma:

$$TC - (serviços + renda primária + renda secundária) = bens$$

Temos uma balança em que no prato da direita colocamos a média dos déficits da balança de mercadorias, de 4,3% do PIB para os últimos 15 anos. No prato da esquerda da balança temos quatro itens que equilibram o outro prato. Se colocarmos números na igualdade acima temos:

$$-2,7 - (1,2 + 1,1 - 0,7) = -4,3.$$

Todas as estatísticas correspondem à média do saldo como proporção do PIB para os últimos 15 anos. O que equilibra o déficit na balança de bens de 4,3% do PIB é o déficit de transações correntes de 2,7%, o superávit em serviços e rendas primárias de respectivamente 1,2% e 1,1%, e o déficit na renda secundária de 0,7%.

O primeiro item que “equilibra” o déficit de bens de 4,3% do PIB é o déficit de transações correntes de 2,7% do PIB. O que o justifica? Os EUA, em comparação aos seus pares – a União Monetária do Euro, o Reino Unido, o Japão e Coreia do Sul, além de Canadá e dos países nórdicos –, apresentam crescimento anual 1,25 ponto percentual, aproximadamente, mais elevado. O excesso de crescimento dos EUA sobre seus pares deve-se à maior taxa de crescimento da produtividade e à demografia mais favorável. Evidentemente, o maior crescimento, fruto da maior taxa de crescimento da produtividade do trabalho e da demografia mais favorável, explica os juros maiores. É natural que o equilíbrio seja um fluxo permanente de capital da região de baixo crescimento e juros menores para a região de elevado crescimento e juros maiores. Para uma relação capital-produto de 3 e para um excesso de crescimento dos EUA de 1,25 p.p., e dado que o PIB dos pares dos EUA é ligeiramente maior do que o PIB americano, 2,7% do PIB de fluxo permanente de capital não sinaliza desequilíbrio.

O segundo item que equilibra o déficit de bens é o superávit na conta de serviços de 1,2% do PIB para a média dos últimos 15 anos. Esse superávit é produzido pela capacidade inovadora das empresas do Vale do Silício. Simplesmente a parte mais nobre do capitalismo mundial. (Ainda em 2024, o ex-presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, liderou uma equipe de pesquisadores que produziu um relatório sobre as causas do baixo crescimento da Europa, em comparação aos EUA, e o diagnóstico foi a ausência na Europa da capacidade inovadora de um Vale do Silício.⁴)

O terceiro item que equilibra o déficit de bens de 4,3% do PIB é o superávit de 1,1% do PIB da renda primária. Essencialmente temos a vantagem institucional dos EUA e a capacidade de Wall Street em promover intermediação financeira: os EUA captam no estrangeiro a custos baixos e investem em renda variável ou investimento estrangeiro direto com elevado retorno.

Os três itens – déficit de transações correntes, superávit em serviços e superávit na renda primária – justificariam um déficit de bens de 5% do PIB. O fato de os imigrantes, a ajuda internacional e o financiamento dos órgãos e agências multilaterais gerarem saídas de 0,7% do PIB reduz um pouco a pressão por maiores déficits de bens. Do ponto de vista puramente contábil, as saídas promovidas pela renda secundária ajudam a manter a moeda mais desvalorizada e, portanto, a gerar um déficit de bens um pouco menor. Difícil entender a campanha de Trump contra esses itens!

Assim, o déficit da balança de mercadorias é a contrapartida do maior crescimento da produtividade, da demografia mais favorável, da inventividade, patentes e marcas do Vale do Silício e do maior desenvolvimento institucional e da competência dos operadores de Wall Street. São essas as bases das vantagens comparativas dos EUA que geram o déficit da balança comercial de bens. De fato, ninguém faz tudo bem. Os carros americanos são bem ruins.

Há, no entanto, dois argumentos para elevar as tarifas. Primeiro, elas funcionam como um instrumento de arrecadação. Há um problema fiscal e as tarifas elevam a receita pública. Era essencialmente por meio de tarifas que os Estados nacionais se financiavam

Se as atividades voltarem da China para os EUA, voltarão feitas por robôs: os empregos na indústria foram perdidos para sempre pelas novas tecnologias

na segunda metade do século XIX. O segundo argumento é que modelos de comércio internacional que simulam guerras comerciais sugerem que os EUA têm pouco a perder e que, diferentemente, a China tem muito a perder. As simulações indicam que, se houver um guerra comercial, a alíquota de equilíbrio será próxima de 40%: os EUA sofrerão o equivalente a 1% de queda de consumo, e a China algo entre 10% e 20% de queda de consumo.⁵ Penso que os assessores de Trump viram o maior poder de barganha americano e resolveram exercer esse poder. Os assessores de Trump cometem o mesmo erro que Merkel cometeu com Putin: acreditar que vínculos econômicos e a ameaça de perdas econômicas são capazes de moderar um governante. Essa estratégia aplica-se entre democracias. Em democracias, perdas econômicas em geral geram derrotas eleitorais. Não é o caso em autocracias. O ditador tem muita capacidade de impor perdas aos seus cidadãos sem ser punido. Essa estratégia simplesmente não fun-

ciona com o governo chinês. Trump já perdeu a primeira rodada. A China retaliou e não pediu para negociar. Trump procura, penso eu, uma forma de achar uma saída honrosa.

Mas podemos então afirmar que somente há loucuras em toda a estratégia trumpista? Trump foi eleito duas vezes. Há um problema real. Há um mal-estar, uma *malaise* na sociedade americana. Ela é bem descrita no livro *Deaths of despair and the future of capitalism*, escrito pelo prêmio Nobel de Economia Angus Deaton e sua esposa, Anne Case, ambos professores de Princeton.⁶ A base social que elegeu Trump é formada pelos grupos sociais que foram afetados pelas grandes mudanças tecnológicas das últimas décadas. Essas mudanças, nas últimas quatro décadas, reduziram muito a demanda pelo trabalhador com nível educacional de ensino médio completo e sem curso superior. Por outro lado, a mudança tecnológica elevou o prêmio do ensino superior completo, principalmente nas áreas STEM (ciência, tecnologia, engenharia e matemática, na sigla em inglês). Ocorreu o fenômeno da polarização do mercado de trabalho: redução do prêmio salarial para ensino médio em relação ao fundamental completo, e elevação do prêmio salarial para ensino superior. Esse processo foi agravado há algumas décadas pela terceirização de diversas etapas produtivas para a China. Diversas regiões foram particularmente afetadas e sofrem, ainda hoje, mais de dez anos após o pico do choque de comércio com a China. Para os trabalhadores mais velhos, o ajuste ao choque é particularmente difícil: a queda do preço da casa dificulta a mobilidade e há muita dificuldade de recolocação no mercado de trabalho.⁷

Hoje o maior problema é de longe tecnológico: se as atividades voltarem da China para os EUA, voltarão feitas por robôs: os empregos na indústria foram perdidos para sempre pelas novas tecnologias. Há evidência recente que a queda de demanda por trabalhadores com ensino médio completo também ocorre nos escritórios. Estes são substituídos por computadores.⁸

Assim, a imigração de empregos para a China e, mais recentemente, a substituição dos empregos por robôs geraram forte desorganização produtiva em inúmeras comunidades que fazem parte do famoso “cinturão da ferrugem” (*rust belt*), a região que mais sofreu com a queda do emprego na indústria manufatureira. De maneira geral, a base que elegeu Trump é formada por homens de meia-idade, entre 40 e 60 anos, brancos, com ensino médio e sem diploma de curso superior. É exatamente o grupo demográfico afetado pelas mortes desesperadas – por suicídio, opioides ou alcoolismo – descritas por Case e Deaton.

Muitas dificuldades afetam essas comunidades que ficaram para trás. Há a forte desigualdade da escola pública americana. O fato de grande parte do financiamento ser local acaba por gerar, para um sistema público que não é dos melhores entre os países da OCDE, uma grande desigualdade. Adicionalmente, os elevados custos do ensino superior e a inexistência de programas acessíveis de crédito educacional dificultam a saída das famílias dessa situação ruim. Agrava o problema a inexistência de um sistema público universal de saúde.⁹ Todas essas questões têm piorado com o tempo em função do encarecimento dos serviços relativamente a bens. Se é verdade que adquirir o carro e

A reação dos mercados até agora tem sido tratar a economia americana como uma economia emergente: o dólar se enfraqueceu e os juros longos aumentaram

eletrodomésticos tem ficado cada vez mais barato, o oposto se aplica com o seguro-saúde e as mensalidades do curso superior.

Evidentemente, as tarifas não serão muito úteis para tratar dessas questões. Para a universidade, é necessária a criação de um sistema de crédito educacional eficiente. O melhor modelo é o modelo australiano de crédito educacional contingente ao desempenho da pessoa no mercado de trabalho.¹⁰ Há que pensar formas de reduzir o custo do sistema de saúde americano, que gasta, como proporção do PIB, o dobro das economias da OCDE.

De qualquer forma, o que a estratégia de Trump produziu foi a desastrosa política de elevação das barreiras ao comércio internacional. Passo agora a tratar de como isso deverá afetar a economia mundial e, em especial, a economia brasileira. Minha avaliação é que o choque será desinflacionário para o mundo, com a exceção da economia americana, cujo choque será inflacionário. Os EUA presenciarão

nos próximos meses uma situação de estagflação: desaceleração podendo chegar à recessão econômica, em meio à aceleração da inflação. Para o resto do mundo, o choque deverá ser desinflacionário. Por um lado, a fortíssima elevação da incerteza reduzirá o investimento, e, consequentemente, a demanda agregada. Por outro, haverá uma desorganização da oferta agregada, em função da desorganização das cadeias globais de valor. Por este canal, o choque será inflacionário. Penso que esse efeito será mais do que compensado pela redução de demanda, de sorte que, para a economia mundial, a resultante das duas forças será desinflacionária.

Avalio que a desorganização das cadeias de valor não será muito forte.¹¹ O comércio mais afetado será o comércio bilateral dos EUA com a China. Este se aproxima mais de um comércio Norte-Sul, com os EUA desempenhando o papel do Sul, exportando matérias-primas, e a China o papel do Norte, exportando bens manufaturados. Evidentemente, os EUA exportam para a China inúmeros serviços, na forma de *royalties* para patentes e marcas, que devem ser pouco afetados pela guerra comercial. O que ocorrerá será uma forte redução da demanda dos EUA por manufaturas chinesas. Nos EUA, o preço desses bens elevar-se-á muito e, na China, haverá a formação de uma elevada capacidade ociosa na indústria. Há várias margens de ajuste aqui. As empresas podem buscar novos mercados. A China inundará o mundo com sua oferta excedente de bens, o que contribuirá para a redução dos preços. O governo chinês deve promover o consumo doméstico desse excedente, por meio de programas que permitam a

aquisição, pela população, com fortes subsídios públicos. No limite, pode criar políticas públicas que sustentem a renda do setor, com redução da produção, financiando parte dos custos das empresas, por exemplo, parte da folha de salários, como se fez em muitos países na pandemia, ou mesmo ajudando no financiamento de estoques. A situação lembra a do Brasil na grande depressão na década de 1930: Getúlio Vargas sustentou a renda da economia comprando o excedente de produção de café, estocando uma parte e queimando a sobra.

No Brasil, há ainda dois choques. O desvio de comércio da China com o excedente de bens manufaturados, claramente desinflacionário, e o desvio de comércio com a China demandando nossas *commodities* agrícolas. Este segundo choque é inflacionário, mas, em grande medida, já está no preço. A China já adquiriu a supersafra brasileira de 2024/2025 e mesmo a safrinha. Somando tudo, pelo menos nos próximos trimestres, o choque deve ser desinflacionário para nós.

Penso que esses serão os principais efeitos da *trumponomics* enquanto durar. Aguardemos as eleições de meio de mandato em 2026.

No início do texto, afirmamos que não há sinais de privilégio exorbitante para o dólar frente às moedas dos países desenvolvidos. Que é possível identificar desde 1999 um processo lento de diversificação das reservas. A reação dos mercados até agora tem sido tratar a economia americana como uma economia emergente: o dólar se enfraqueceu e os juros longos aumentaram. Na linguagem de mercado, a curva de juros americana “abriu”. O fato é mais surpreenden-

te pois, em geral, por dois motivos deveríamos esperar uma valorização da moeda americana. Primeiro, pois houve uma elevação da incerteza. Em geral, maiores incertezas geram uma corrida para a moeda americana. Foi assim que os mercados reagiram em setembro de 2008 após a quebra do banco Lehman Brothers. Não tem ocorrido agora. Segundo, em um regime de câmbio flutuante, é natural que o fortalecimento da moeda ocorra para compensar a elevação de tarifas de exportação. Esta compensação parcial ocorreu no primeiro governo Trump. Não tem ocorrido agora. A desvalorização de 8% do dólar americano, quando pelos dois motivos elencados a moeda deveria ter se fortalecido, nos dá uma ideia de como os mercados financeiros têm punido a desastrosa política econômica do segundo governo Trump. ■

Referências

- Acemoglu, D.; Restrepo, P. “Robots and jobs: Evidence from US labor markets”. *Journal of Political Economy*, v. 128, n. 6, p. 2188-2244, 2020.
- Arslanalp, S.; Eichengreen, B.; Simpson-Bell, C. “The stealth erosion of dollar dominance and the rise of nontraditional reserve currency”. *Journal of International Economics*, n. 138, p. 103656, 2022.
- Autor, D.; Dorn, D.; Hanson, G. “On the persistence of the China shock”. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, p. 381-447, 2021.
- Case, A.; Deaton, A. *Death of despair and the future of capitalism*, Princeton University Press, 2020.
- Chapman, B. “Income contingent loans for higher education: International reforms”, capítulo 25 (p. 1435-1503) do 2º volume do *Handbook of the economics of education* (editado por Eric Hanushek e Finis Welch), North-Holland, 2006.
- Costinot, A.; Rodriguez-Clare, A. “Trade theory with numbers: Quantifying the consequences of globalization”, capítulo 4º (p. 197 até 261) do *Handbook of international economics*, v. 4, editado por Gita Gopinath, Elhanan Helpman e Kenneth Rogoff), North-Holland, 2014.
- Dillender, M.; Forsythe, E. “Computerization of white collar jobs”. NBER wp #29866, mar. 2022.
- Du, W.; Im, J.; Schreger, J. “The U.S. Treasury premium”. *Journal of International Economics*, n. 112, p. 167-181, 2018.
- Marin, S. “A user’s guide to restructuring the global trading system”. 2024. Disponível em: <https://go.fgv.br/HWpSFEQzYjn>.

¹Para uma exposição padrão do argumento veja Marin (2024).

²Ver Du, Im e Schreger (2018).

³Ver Arslanalp, Eichengreen e Simpson-Bell (2022).

⁴Ver Draghi report (<https://go.fgv.br/4mVPTxS3elc>).

⁵Ver Tabela 4.3 (página 232) em Costinot e Rodriguez-Clare (2014).

⁶Case e Deaton (2020).

⁷Ver Autor, Dorn e Hanson (2021).

⁸Para a redução da demanda por trabalho em função dos robôs veja Acemoglu e Restrepo (2019). Para a relação entre computadores e demanda por trabalhadores nos escritórios veja Dillender e Forsythe (2022). Em particular a segunda seção do texto apresenta os diversos trabalhos nesta literatura.

⁹Case e Deaton (2020), capítulo 13.

¹⁰Ver Chapman (2006).

¹¹Conversas com meu colega do BTG Pactual, Bruno Balassiano, foram importantes para minha reflexão como está neste parágrafo.