CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 68 — NOTA DE CONJUNTURA 12 — 3 ° TRIMESTRE DE 2025

SETOR EXTERNO

Balanço de pagamentos e balança comercial

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

estevao.bastos@ipea.gov.br

Caio Rodrigues Gomes Leite
Bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea

caio.leite@ipea.gov.br

Divulgado em 03 de setembro de 2025.

Sumário

O déficit em transações correntes do Brasil vem aumentando rapidamente, tendo saído do mínimo recente de 1,1% do produto interno bruto (PIB), acumulado em doze meses, em fevereiro de 2024, para 3,5% em julho de 2025. Em dólares, esse aumento foi de US$ 51 bilhões, na maior parte devido ao saldo da balança comercial, cujo superávit caiu US$ 44 bilhões – valor composto de redução de US$ 10 bilhões nas exportações e crescimento de US$ 33 bilhões nas importações. No período mais recente, comparando o acumulado no ano até julho de 2025 com o de 2024, o aumento do déficit em transações correntes também se deveu principalmente ao aumento das importações.

O investimento direto no país (IDP) tem mantido alguma estabilidade nos níveis em que se estabeleceu após a recuperação em relação ao período da covid-19, tendo registrado, no acumulado em doze meses, em julho deste ano, US$ 68 bilhões, equivalentes a 3,2% do PIB. As reservas internacionais fecharam julho de 2025 em US$ 345 bilhões, tendo estado em crescimento desde o início do ano. Esse aumento de fevereiro a julho, de quase US$ 17 bilhões, foi causado principalmente pelas variações em taxas de câmbio entre as moedas componentes das reservas, receitas de juros e variações nos preços dos ativos que compõem as reservas.

Observando-se os principais destinos das exportações brasileiras por blocos de países no período acumulado de janeiro a julho, houve aumento das exportações, em relação a 2024, para a América do Norte (+4,4%), a Europa (+6,8%) e, sobretudo, para a América do Sul (+20,6%), com destaque para a Argentina, que registrou alta de 53,2%, impulsionada pela recente recuperação econômica no país. Em contrapartida, houve retração de 5,7% nas exportações para a Ásia, reflexo principalmente da queda de 6,8% nas vendas para a China. Ainda assim, a Ásia permanece como o principal destino das exportações brasileiras, com a China respondendo por 30% do total exportado no período.

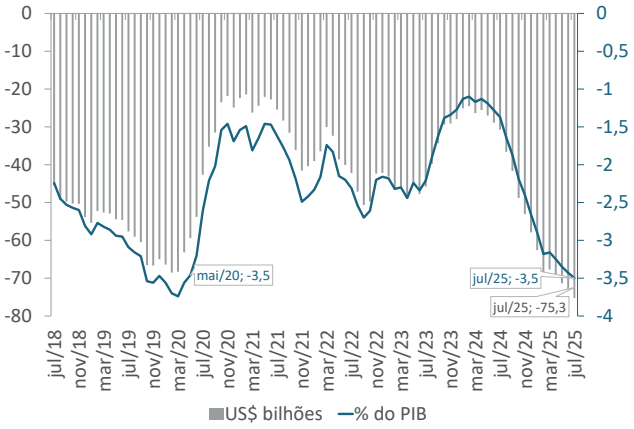
As exportações para os Estados Unidos, no acumulado do ano até julho, cresceram 4%, alcançando US$ 24 bilhões, e mantiveram alta em relação a 2024 em todos os meses após a implementação das tarifas em abril. Em contrapartida, a série em dólares dessazonalizada mostra tendência de queda desde o início deste ano, com acentuação a partir de abril. A observação dessas séries nos últimos três anos, entretanto, não permite tirar conclusões, por enquanto, a respeito de efeitos das tarifas.

Na última seção *Setor externo*, procuramos organizar as ideias a respeito do tarifaço de Donald Trump, recorrendo ao texto *Guia do usuário para a reestruturação do sistema global de comércio*, de Stephen Miran, atual presidente do Conselho de Assessores Econômicos do presidente dos Estados Unidos e recentemente indicado para ocupar uma diretoria no Federal Reserve (FED). Miran referiu-se, no contexto da valorização do dólar por ser moeda de reserva internacional, a um "mundo de Triffin", em referência às ideias do economista belgo-americano Robert Triffin, que deram origem ao chamado dilema de Triffin. Esse dilema foi tratado em *box* da última seção de *Economia mundial* desta *Carta*, com base em artigo publicado pelo Bank for International Settlements, em 2017. Diante das menções de Miran a Triffin, o instituto Robert Triffin International, sediado na Bélgica, que tem como missão preservar a herança intelectual de Triffin e abordar os problemas da economia global à luz das suas ideias, escreveu uma resposta crítica – *Trumpeconomics and the Triffin dilemma*, de março de 2025. Essa resposta é resumida no *box* desta seção, dando sequência à abordagem do tema, crucial para compreender a nova política econômica e geopolítica dos Estados Unidos.

1 Balanço de pagamentos[1]

A conta de transações correntes registrou déficit de US$ 7,1 bilhões em julho, superior ao do mesmo mês do ano passado, quando foi de US$ 5,2 bilhões. No acumulado do ano, o déficit foi de US$ 40 bilhões, bem superior ao do mesmo período de 2024, de US$ 23 bilhões. No acumulado em doze meses encerrados em julho, o déficit somou US$ 75,3 bilhões (3,5% do PIB) ante US$ 30,7 bilhões (1,4% do PIB) em julho de 2024. É o maior déficit em percentual do PIB já observado desde maio de 2020 (gráfico 1). O aumento do déficit acumulado no ano até julho foi puxado principalmente pela queda no saldo comercial, quase que exclusivamente pelo aumento nas importações (tabela 1).

GRÁFICO 1
Saldo em Transações correntes acumulado em doze meses
(Em US$ bilhões e % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A balança de serviços apresentou aumento no déficit, nos dados acumulados em doze meses, saindo de US$ 49,1 bilhões em julho de 2024 para US$ 56,4 bilhões em julho deste ano. Em relação às contas de rendas, a renda primária[2] apresentou aumento no déficit, no acumulado em doze meses, em comparação com o ano anterior, saindo de US$ 71,2 bilhões para US$ 76,4 bilhões. Já a renda secundária[3] apresentou aumento no superávit, observando-se os dados acumulados de doze meses, aumentando de US$ 2,8 bilhões em julho de 2024 para US$ 3,7 bilhões – porém são valores pouco expressivos, representando cerca de 0,2% do PIB em 2025.

TABELA 1
Composição da variação do saldo em transações correntes entre jan.-jul./2024 e jan.-jul./2025
(Em US$ bilhões)

Transações correntes	- 17
Balança comercial	- 12
Exportações	- 0
Importações	12
Serviços	- 1
Renda primária	- 4
Renda secundária	0

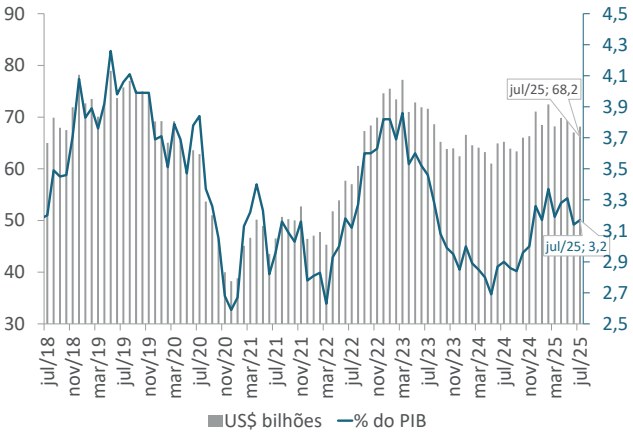
Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

1. Última divulgação das estatísticas do setor externo pelo Banco Central do Brasil (BCB): 26 de agosto de 2025, com dados atualizados até julho de 2025.
2. Remuneração de empregados, juros e lucros e dividendos.
3. Rendas secundárias: transferências.

No acumulado em doze meses até julho, o investimento direto no país (IDP) foi de US$ 68,0 bilhões (3,2% do PIB), contra US$ 65,2 bilhões (2,9% do PIB) em julho de 2024 (gráfico 2).

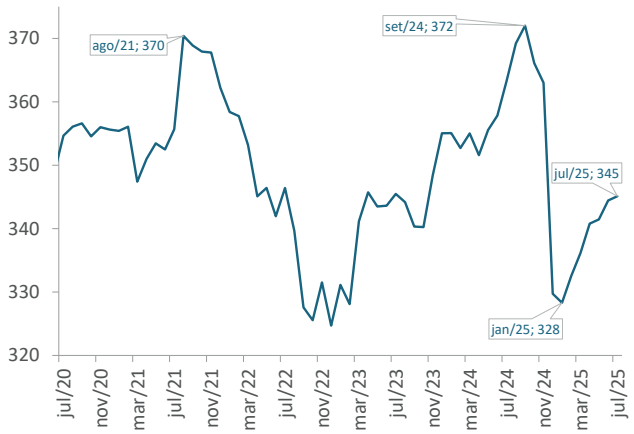
O gráfico 3 apresenta a evolução das reservas internacionais, que vinham numa trajetória descendente desde o pico em setembro de 2024, quando somavam US$ 372 bilhões, atingindo US$ 328 bilhões em janeiro de 2025, quando voltaram a subir, fechando julho em US$ 345 bilhões. Esse aumento de fevereiro a julho, de quase US$ 17 bilhões, foi causado principalmente pelas variações em taxas de câmbio entre as moedas componentes das reservas (US$ 5,7 bilhões), receitas de juros (US$ 4,3 bilhões) e variações nos preços dos ativos que compõem as reservas, como títulos públicos (US$ 3,9 bilhões). As intervenções do BCB tiveram resultado líquido de US$ 1,1 bilhão, fruto de venda no mercado à vista de US$ 1 bilhão, ocorrida em junho, e compra líquida de US$ 2,1 bilhões em operações de linhas com recompra em julho.

GRÁFICO 2
Investimento direto no país (IDP): dados acumulados em doze meses
(Em US$ milhões e % do PIB)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Reservas internacionais
(Em US$ bilhões)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Balança comercial[4]

O saldo da balança comercial registrado em julho foi de US$ 7,0 bilhões, 6,3% menor em comparação com o mesmo período de 2024. Essa diminuição foi consequência do maior aumento nas importações, que registraram US$ 25,2 bilhões, subindo 8,4%, enquanto as exportações aumentaram 4,8%, somando US$ 32,3 bilhões. No acumulado do ano (janeiro a julho), as exportações cresceram 0,1% em comparação com igual período do ano anterior, somando US$ 198 bilhões, enquanto as importações aumentaram 8,3%, totalizando US$ 161 bilhões. Como consequência, o saldo apresentou queda no superávit de 24,7%, atingindo US$ 36,9 bilhões.

O gráfico 4 evidencia que, na margem (média móvel trimestral dessazonalizada), as importações estão numa trajetória de crescimento desde novembro de 2023, enquanto as exportações se mantêm relativamente estáveis desde abril de 2024.

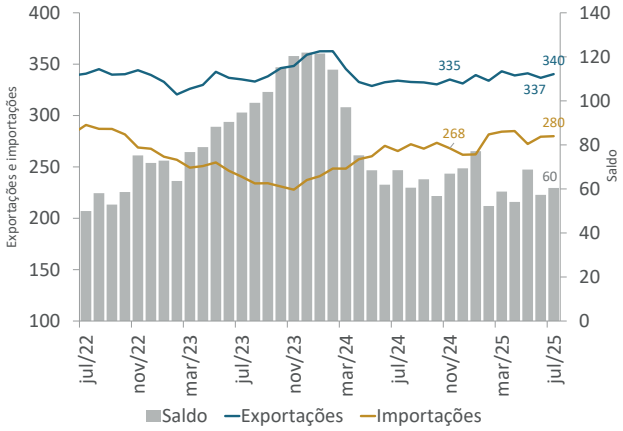
O gráfico 5 indica que o aumento recente das exportações foi consequência exclusivamente do aumento da quantidade exportada (7,2% maior em relação a julho de 2024), uma vez que o índice de preços apresenta trajetória de queda (2,1% menor) – movimento associado à redução nos preços das *commodities*. O gráfico 6 revela

4. Última atualização dos dados consolidados ocorreu em 6 de agosto, referente a julho de 2025.

que o recente aumento das importações é resultado de elevação nas quantidades (7,8% maior) com relativa estabilidade nos preços (0,2% menor).

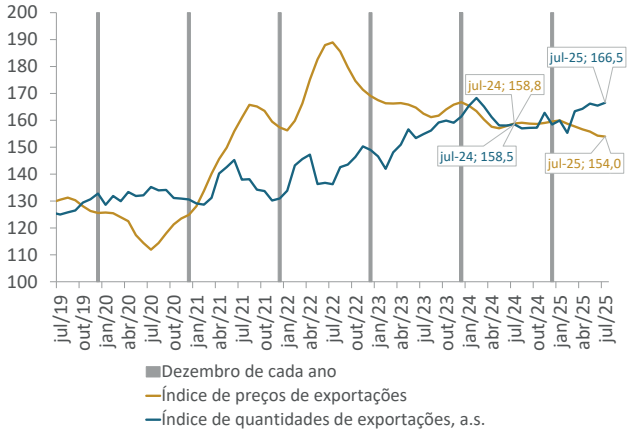
O gráfico 7 apresenta os principais destinos das exportações brasileiras por blocos no período acumulado de janeiro a julho. Observa-se aumento das exportações, em relação a 2024, para a América do Norte (+4,4%), a Europa (+6,8%) e, sobretudo, para a América do Sul (+20,6%), com destaque para a Argentina, que registrou alta de 53,2%, impulsionada pela recente recuperação econômica no país. Em contrapartida, houve retração de 5,65% nas exportações para a Ásia, reflexo principalmente da queda de 6,75% nas vendas para a China. Ainda assim, a Ásia permanece como o principal destino das exportações brasileiras (tabela 2), com a China respondendo por 30% do total exportado no período.

GRÁFICO 4
Exportações, importações e saldo comercial: médias móveis de três meses anualizadas – séries mensais dessazonalizadas
(Em US$ bilhões)



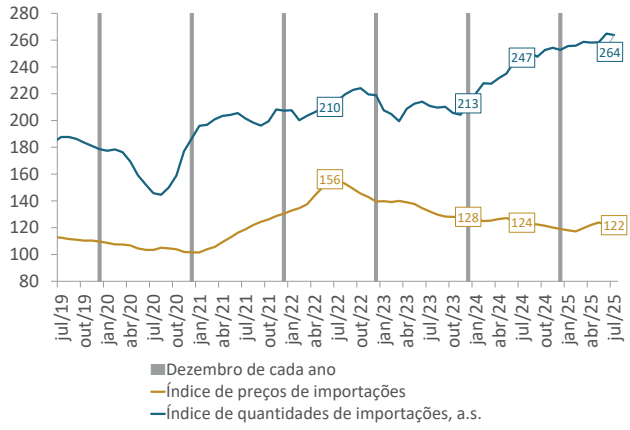
Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (Secex/MDIC).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5
Índices de preço e *quantum* de exportações, média móvel de três meses
(2006 = 100)



Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 6
Índices de preço e *quantum* de importações, média móvel de três meses
(2006 = 100)



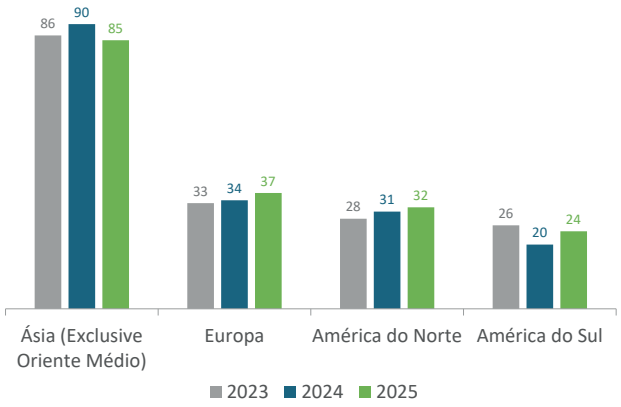
Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Do lado das importações, verificou-se crescimento das compras vindas da Ásia (+17,2%), da América do Norte (+11,4%) e da Europa (+3,8%), enquanto as provenientes da América do Sul recuaram 5,6% (gráfico 8). A tabela 3 detalha a participação de cada bloco nas importações totais do período nos últimos três anos.

As exportações para os Estados Unidos em julho foram de US$ 3,7 bilhões (3,8% maiores que o mesmo período do ano passado), enquanto as importações somaram US$ 4,2 bilhões (crescimento de 18,2%), levando a um déficit comercial de US$ 0,56 bilhão. No acumulado do ano, as exportações cresceram 4,2%, alcançando US$ 23,7 bilhões, enquanto as importações cresceram 12,6%, atingindo US$ 25,9 bilhões. O déficit no período está em US$ 2,25 bilhões, sete vezes maior que o observado no mesmo período do ano passado.

Entre os principais produtos exportados estão: óleos brutos de petróleo (12% do total exportado no período para os Estados Unidos), produtos semiacabados de ferro ou aço (9%), aeronaves e outros equipamentos (6%), café não torrado (5%), óleos combustíveis de petróleo ou de minerais betuminosos (4%), suco de frutas (4%) e carne bovina (4%). Em comparação com o mesmo período do ano passado, destaca-se o crescimento das exportações de carne bovina (118% maior), suco de frutas (62%), café não torrado (35%) e aeronaves (32%). Por sua vez, houve queda nas exportações de óleos brutos de petróleo (-18%) e óleos combustíveis de petróleo ou de minerais betuminosos (-12%). Essas variações foram impactadas pelas alterações nos preços, visto que, por exemplo, o preço do petróleo bruto caiu 16% no período e o do suco de laranja, 26%, enquanto o preço do café aumentou 69% e o do gado vivo, 16%.

GRÁFICO 7
Exportações brasileiras para blocos selecionados: valor acumulado de janeiro a julho de cada ano
(Em US$ bilhões)



Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: As exportações para a China corresponderam a 69% do bloco Ásia (exclusive Oriente Médio) de janeiro a julho de 2025.

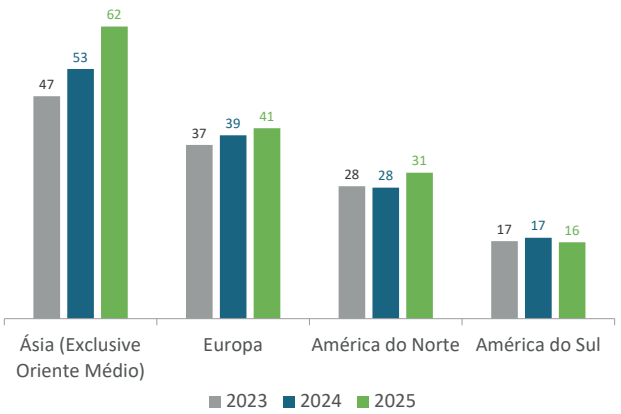
TABELA 2
Participação dos blocos nas exportações brasileiras (jan.-jul.)
(Em %)

Blocos	2023	2024	2025
Ásia (Exclusive Oriente Médio)	45%	45%	43%
Europa	17%	17%	18%
América do Norte	15%	15%	16%
América do Sul	14%	10%	12%

Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As últimas edições da seção de *Setor externo* e do *Panorama da economia mundial* já discutiram em detalhe as tarifas impostas pelos Estados Unidos a diversos países e seus efeitos sobre o comércio internacional. Entre as medidas que podem ter afetado as exportações do Brasil para os Estados Unidos até julho, destacam-se: i) a tarifa de 10% sobre todos os países, em vigor desde 5 de abril; e ii) as tarifas sobre aço e alumínio, implementadas em 12 de março com alíquota inicial de 25% e posteriormente elevadas para 50% a partir de 3 de junho. Contudo, conforme já mencionado, as exportações acumuladas no ano apresentaram crescimento e, como se pode observar no gráfico 9, mantiveram alta em relação a 2024 em todos os meses, mesmo após a implementação das tarifas em abril. Em contrapartida, a série em dólares dessazonalizada mostra tendência de queda desde o início deste ano, com acentuação a partir de abril. A observação dessas séries nos últimos três anos, entretanto, não permite tirar conclusões, por enquanto, a respeito de efeitos das tarifas.

GRÁFICO 8
Importações brasileiras de blocos selecionados: valor acumulado de janeiro a julho de cada ano
(Em US$ bilhões)



Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

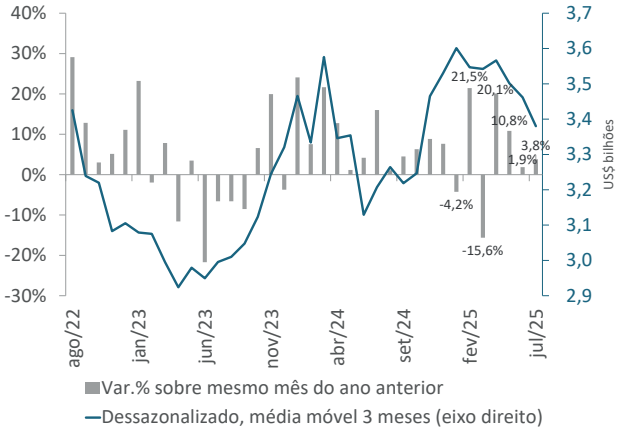
Em 9 de julho, o presidente Donald Trump publicou uma carta ao Brasil com motivos comerciais e políticos para taxar o país em 50%. No entanto, como mostra o gráfico 10, a balança comercial brasileira com os Estados Unidos tem sido majoritariamente deficitária desde 2008, o que enfraquece o argumento comercial apresentado. Essa tarifa entrou em vigor em 6 de agosto, porém com 694 produtos isentos. Entre os principais produtos supracitados, os que não foram isentos são café e carne bovina.

TABELA 3
Participação dos blocos nas importações brasileiras (jan.-jul.)
(Em %)

Blocos	2023	2024	2025
Ásia (Exclusive Oriente Médio)	34%	36%	39%
Europa	26%	26%	25%
América do Norte	20%	19%	19%
América do Sul	12%	12%	10%

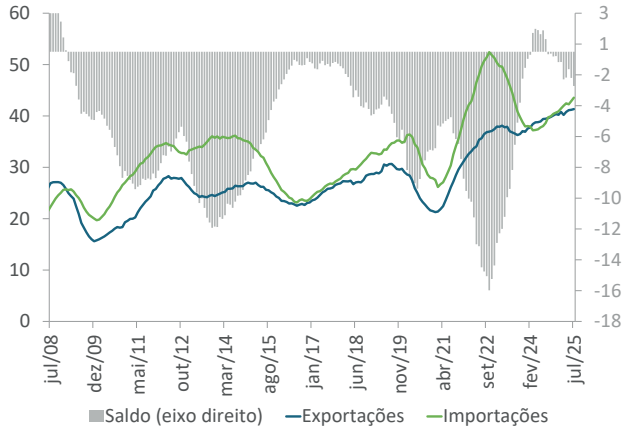
Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 9
Exportações Brasil para Estados Unidos: variação interanual e média móvel de três meses da série dessazonalizada
(Em % e US$ bilhões)



Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 10
Brasil e Estados Unidos – exportações, importações e saldo comercial: acumulado em doze meses
(Em US$ bilhões)



Fonte: Secex/MDIC.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Box

A visão do instituto Robert Triffin International sobre a política comercial americana

Introdução

Na última seção *Setor externo*,[5] procuramos organizar as ideias a respeito do tarifaço de Donald Trump, recorrendo ao texto *Guia do usuário para a reestruturação do sistema global de comércio*, de Stephen Miran,[6] atual presidente do Conselho de Assessores Econômicos do presidente dos EUA e recentemente indicado por Trump para ocupar uma diretoria no Federal Reserve (FED), na vaga aberta pela renúncia de Adriana Kugler, cujo mandato expira em 31 de janeiro de 2026. Naquele texto, Miran argumenta que o dólar está persistentemente sobreva-

5. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2025/05/o-tarifaco-de-trump-organizando-fatos-e-ideias/.
6. Disponível em inglês em: https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf.

lorizado, em grande parte porque é a moeda de reserva mais usada mundialmente – e que essa sobrevalorização prejudicou substancialmente a indústria do país. Liga esse problema com outro tema crucial, na visão de Miran e no discurso de campanha de Trump: a segurança. A valorização do dólar e a resultante perda de elos críticos das cadeias produtivas para outros países causam um problema de defesa nacional. Miran referiu-se, nesse contexto da valorização do dólar, por ser moeda de reserva internacional, a um "mundo de Triffin", em referência às ideias do economista belgo-americano Robert Triffin (1911-1993), que deram origem ao chamado dilema de Triffin. Esse dilema foi tratado em *box* da última seção de *Economia mundial* desta *Carta*, com base em artigo publicado pelo Bank for International Settlements, em 2017.[7] Nesse artigo, não obstante seus questionamentos a respeito da validade das modernas versões "conta corrente" e "fiscal" do dilema, os autores dizem que as questões que surgem do fato de um país ofertar a maior parte dos ativos de reserva globais continuam presentes. Consideram, afinal, que o dilema de Triffin é correto: "há uma contradição irremediável entre as exigências internas do país emissor e as exigências externas do mundo que o utiliza".[8]

Diante das menções de Miran a Triffin, o instituto Robert Triffin International (RTI), cuja missão é preservar a herança intelectual de Triffin e abordar os novos problemas da atual economia global à luz das suas ideias, escreveu uma resposta crítica. Trata-se do *Trumpeconomics and the Triffin dilemma*,[9] de março de 2025, que aqui resumimos, de modo a dar sequência à abordagem do tema, crucial para compreender a nova política econômica e geopolítica dos EUA e global.

De maneira bem sucinta – o documento do RTI tem 21 páginas –, o texto concorda em parte com o diagnóstico de Miran, sem surpresa, justamente por ser baseado no problema do dilema de Triffin. Mas considera que, sem a intenção de buscar uma real solução para o problema, usa o "mundo de Triffin" como pretexto político para justificar medidas que permitam aos EUA manter seu papel de monopolista como emissor da moeda de reserva mundial, apesar de seus aspectos negativos, e para justificar uma nova ordem econômica imperial em favor dos EUA. Ademais, o conjunto de medidas ou o que delas se espera é criticado como incoerente e sem consistência macroeconômica. Como resposta, sugere que a Europa – o RTI é europeu – deve convocar os demais países do mundo para caminhar rumo à criação de um emissor global de uma nova moeda internacional, que seria também o emprestador de última instância. Idealmente, essa instituição deveria ser o Fundo Monetário Internacional (FMI), mas poderia ainda ser um "FMI" sem os EUA.

Resumo

O documento começa resumindo a análise de Miran, que qualifica como um "mundo de Triffin" a atual ordem econômica e monetária, percebida como injusta para os EUA, baseada numa crescente supervalorização do dólar, que implica desindustrialização com perdas significativas de empregos nos EUA e ameaças à segurança do país. O diagnóstico de sobrevalorização é apresentado – em consonância com a análise do RTI – como consequência da função de reserva do dólar, que implica entradas de capital vultosas e crescentes (pela exportação de títulos do Tesouro) que tornam as importações mais baratas. Esse desequilíbrio é considerado uma externalidade injusta imposta aos EUA a partir de *status* de reserva do dólar, que é apresentado – agora, em desacordo com a visão do RTI – como um bem público benéfico para o resto do mundo.

Para o RTI, o sistema baseado no dólar tornou-se insustentável devido à redução do peso da economia americana, resultante de sua menor taxa de crescimento em comparação com os demais países. Portanto, o agravamento

7. McCauley, R. N.; Bordo, M. D. *Triffin*: dilemma or myth? [S. l.]: BIS, Dec. 2017. (Working Papers, n. 684). Nesta resenha do artigo, vários trechos estão reproduzidos tal qual no original, traduzidos; optamos por não fazer citações explícitas para facilitar a fluidez da leitura e porque, em muitos casos, juntamos trechos de diferentes partes do texto, intercalamos comentários e fizemos outras adaptações.
8. Padoa-Schioppa, T. The ghost of Bancor: the economic crisis and global monetary disorder. In: Boorman, J.; Icard, A. (ed.). *Reform of the international monetary system*: the Palais Royal initiative. New Delhi: Sage Publications, 2011. p. 51-73.
9. Disponível em: https://triffininternational.eu/publications/articles-papers/trumpeconomics-and-the-triffin-dilemma.

do dilema de Triffin gera um déficit duplo, tanto externo quanto fiscal, para sustentar a demanda interna, com aumento na dívida externa potencialmente levando a um ponto de inflexão de Triffin, no qual o próprio *status* de reserva, bem como a segurança dos EUA, seriam prejudicados.

Junto com a desvantagem corretamente identificada por Miran, da sobrevalorização, o papel do dólar traz duas vantagens: custos de empréstimo mais baixos (não reconhecidos por Miran) e a capacidade geopolítica de controlar as transações comerciais e financeiras para impor a vontade dos EUA por meio da extraterritorialidade financeira (que Miran enfatiza). Esse quase monopólio dos ativos de reserva permite que os EUA, para Miran, "alcancem objetivos de política externa de enfraquecer os inimigos sem mobilizar um único soldado".

No entanto, considerando que os déficits comercial e fiscal e a segurança estão muito ligados, ameaçando interesses vitais dos EUA e a capacidade de manter a proteção para as democracias liberais, Stephen Miran afirma que os fardos do atual mundo de Triffin precisam ser reequilibrados, mas sem abandonar o *status* de reserva do dólar, que é uma fonte de poder externo. A ambição de Trump, sem dúvida, não é resolver o dilema de Triffin em si, mas apenas seus efeitos adversos sobre os EUA, usando-o como alavanca para transferir seus custos para exportadores e contribuintes estrangeiros.

O pacote de medidas proposto é uma combinação sequencial de tarifas unilaterais, ajustes cambiais e conversão coercitiva de reservas em dólar. Todas essas ferramentas seriam negociadas em troca de proteção, de acordo com o grau de aliança ou apoio às políticas de Trump. A filosofia é usar os poderes econômicos, financeiros e militares dos EUA para fazer com que estrangeiros financiem os planos massivos de redução de impostos e gastos de Trump.

No caso das tarifas, sua elevação seria compensada pela depreciação das moedas dos exportadores. Essa visão explica as palavras de Trump no discurso de posse: "Tarifa é a palavra mais bonita porque os exportadores estrangeiros a pagam". Com base em outros estudos, o artigo de Miran estima a tarifa ótima dos EUA em cerca de 20%. No entanto, considerando que uma tarifa de até 50% não geraria custos para os EUA, essa estimativa poderia ser revisada. Miran tem em mente a necessidade de arrecadar US$ 5 trilhões ao longo de dez anos para financiar os cortes de impostos previstos.

O financiamento do déficit fiscal dos EUA com tarifas é considerado a melhor opção. Além de ser total ou parcialmente paga por estrangeiros, uma tarifa cria menos distorções econômicas, por exemplo, do que impostos de renda ou indiretos, mesmo quando as taxas de câmbio não compensam o aumento dos preços internos. Além disso – e essencial na visão de Trump –, uma tarifa é uma alavanca de barganha na política externa, representando uma potente ameaça para forçar os mercados estrangeiros a se abrirem, se tornarem mais eficientes, respeitarem os direitos de propriedade intelectual ou para obterem outras políticas vantajosas para o país norte-americano. Miran minimiza os riscos de retaliação por parte dos países tarifados, argumentando que os EUA poderiam chantagear[10] os outros países usando seu peso econômico e a ameaça de retirar sua proteção de defesa. No entanto, reconhece que a valorização do dólar torna os preços relativos da produção americana menos atraentes e mantém as importações muito baratas. Portanto, ferramentas complementares seriam necessárias.

Tarifas punitivas poderiam ser o primeiro passo para gerar poder de negociação para alcançar um acordo monetário global que envolvesse uma desvalorização significativa do dólar em troca da redução dessas tarifas já introduzidas. Além disso, países protegidos pelos EUA não só teriam de financiar essa defesa pela compra de títulos do Tesouro americano, mas também comprar, em vez de títulos de curto prazo, títulos de cem anos ou perpetuidades. Essa combinação de medidas permitiria a depreciação controlada do dólar, aumento da estabilidade das reservas, gastos militares financiados por estrangeiros, riscos cambiais e de taxas de juros transferidos

10. *Blackmail*, na expressão usada pelo RTI, que Miran não usa.

dos contribuintes americanos para os estrangeiros e menores custos fiscais da dívida externa americana. A Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional, promulgada durante a presidência de Carter, em 1977,[11] torna legal, em circunstâncias de emergência, impor uma taxa de utilização a detentores estrangeiros de títulos do Tesouro. Esta seria uma forma de recuperar os custos incorridos pela supervalorização resultante do excesso de demanda por ativos de reserva em dólar, ao mesmo tempo em que permitiria um tratamento diferenciado que afetaria mais os inimigos do que os aliados.

Na avaliação do RTI, as conclusões de Miran são que o sequenciamento dessas medidas seria crucial para controlar o provável impacto da volatilidade de diversas medidas nos mercados financeiros. Tarifas são mais fáceis de apresentar como legitimamente justas e precederiam a depreciação do dólar por vários motivos: aumentam as receitas fiscais, ao contrário da depreciação; fornecem alavancagem política para alcançar acordos cambiais e investimentos, o que contrasta com a depreciação, que causa volatilidade financeira e exigiria cooperação explícita do FED. Implicitamente, a insistência na necessidade de apoio do FED para evitar a volatilidade financeira indica algum questionamento da sua independência. Está subentendido no artigo de Miran que as mudanças previstas no Conselho do FED em 2026 reduziriam a independência do Banco Central americano.

Ao avaliar a estratégia de Miran, o RTI considera haver dois tipos de críticas a serem feitas. Primeiro, o *menu* é inteiramente composto por ações unilaterais e agressivas que chantageiam o resto do mundo para extrair rendas de parceiros internacionais, sem levar em conta tratados internacionais ou compromissos assumidos em instituições multilaterais. Significa uma guinada radical em direção ao confronto, não apenas contra rivais geopolíticos, mas, e principalmente, contra os melhores aliados dos EUA.

O segundo tipo de crítica se refere à incoerência econômica e fraqueza das ferramentas propostas. No nível mais geral, o programa reflete uma concepção de jogo de soma zero da economia global, ignorando que a prosperidade passada e futura dos EUA e a do mundo econômico são baseadas em um jogo de ganha-ganha que a cooperação internacional torna possível. Além disso, não são feitas considerações de equilíbrio geral. São discutidos apenas alguns custos para a economia americana, sem qualquer retorno para os EUA a partir dos custos incorridos pelo resto do mundo. Um princípio macroeconômico básico para reduzir o déficit em conta corrente é a contração da demanda, mas o programa de Trump segue na direção oposta: sua combinação de políticas estimularia os gastos, tanto de investimentos quanto de consumo.

Prosseguindo, o documento do RTI critica que o dilema de Triffin é apresentado apenas como um custo para a economia e a segurança americanas. O ponto de partida é corretamente apresentado como a crescente supervalorização do dólar, que afeta negativamente a indústria dos EUA, levando à perda de empregos, ao aumento do medo dos cidadãos e a preocupações com a segurança nas cadeias globais de valor. Mas os custos para a economia global nunca são mencionados. É incorreto retratar o dólar como um bem público positivo para economias estrangeiras e uma externalidade negativa para os EUA. Os benefícios econômicos para os EUA são a transformação de rendimentos mais baixos sobre passivos líquidos americanos em melhores retornos sobre ativos estrangeiros de longo prazo e o correspondente lucro líquido e ganhos de capital. Em particular, essas receitas líquidas significativas na balança de serviços dos EUA não são incluídas na discussão, que é apresentada apenas em termos de comércio de bens. O déficit é significativamente menor em termos de bens e serviços, que incluem uma parcela da renda resultante do "privilégio exorbitante" do dólar. Esse "erro" grosseiro aumenta o tamanho dos custos para os EUA.

O programa de Miran, prossegue o RTI, não procura resolver o dilema de Triffin; ao contrário, o exacerba, com propósitos estratégicos. Visa usar os custos realmente existentes, que prejudicam a economia dos EUA devido ao

11. E que vem sendo a base para muitas das medidas tomadas por Trump.

impacto da sobrevalorização do dólar, como argumento para aumentar o poder geopolítico e financeiro dos EUA sobre o resto do mundo. O argumento de Miran sugere que o objetivo não é erradicar os custos do dilema, mas sim usá-lo como pretexto político para justificar medidas que permitam aos EUA manter seu papel de monopolista como emissor da moeda de reserva mundial, apesar de seus aspectos negativos. Esse papel internacional é usado não apenas para extrair rendas econômicas do exterior, mas também para impor a vontade geopolítica dos EUA aos parceiros por meio do poder da extraterritorialidade.

Além disso, Miran explica corretamente que o peso decrescente da economia dos EUA aumenta os custos do dilema de Triffin, excedendo as vantagens passadas proporcionadas pelo sistema baseado no dólar. Portanto, ele sustenta que é legítimo forçar os aliados dos EUA a pagarem por esse bem público. Tal argumento confirma a instrumentalização do dilema para fins de poder, sem qualquer intenção de cooperar para encontrar a melhor solução para a economia global. Além disso, o mesmo argumento do bem público é estendido ao guarda-chuva da segurança, argumentando que os aliados se comportaram como aproveitadores por muitas décadas. Embora parcialmente verdadeiro, esse argumento não convence pelas mesmas razões: impede uma solução ideal para todos, a fim de maximizar a alavancagem dos EUA. Por exemplo, aspectos significativos são negligenciados, como a obrigação de que a maior parte do equipamento militar europeu seja importada dos EUA, impedindo o surgimento de uma indústria de defesa europeia ou subestimando os benefícios da cooperação em defesa para os EUA.

Miran argumenta corretamente que uma tarifa ótima imposta por uma grande economia melhora os termos de troca da economia que tarifa, fazendo com que a economia tarifada pague por esse imposto. Isso, porém, é correto sob duas premissas restritivas, que não podem ser estendidas a todo o comércio:

- a capacidade de obter uma melhoria nos termos de troca – e, portanto, uma receita fiscal – depende da elasticidade do setor e da demanda em relação ao preço dos produtos em questão; e

- esse efeito só é correto enquanto o resto do mundo ou outro comerciante proeminente não retaliar com aumentos de tarifas ou medidas de proteção coordenados – implicitamente ou não –, o que provocaria um jogo perde-perde custoso para ambos os parceiros.

Quanto às tarifas obterem receita fiscal sem criar distorções geralmente causadas por impostos sobre empresas e famílias, o argumento está errado porque as tarifas introduzem distorções dispendiosas na economia dos EUA e efeitos contraproducentes no déficit.

Uma tarifa, de fato, tende a causar apreciação real do dólar, mas Miran reconhece apenas uma valorização nominal, que compensa a maior parte do efeito das tarifas nos preços internos, sem inflação. Ele baseia sua posição na experiência do primeiro mandato de Trump (2017-2020), quando a valorização do dólar compensou a maior parte das tarifas então implementadas. O RTI contra-argumenta que a taxa de câmbio reage a diversas variáveis, não apenas à taxa de câmbio entre os EUA e a China (no caso das tarifas do primeiro mandato de Trump). Então, aquela valorização poderia não ter decorrido apenas das tarifas. Não seria, ademais, rigoroso extrapolar a experiência de 2018 para as tarifas maiores e generalizadas de agora. Por fim, tarifas reduziriam o déficit comercial apenas se as receitas fiscais não fossem gastas e as tarifas não fossem compensadas pela valorização da taxa de câmbio.

De fato, o ajuste externo exige uma combinação de redução macroeconômica nas importações e um deslocamento da demanda para produtos americanos por meio da redução dos preços relativos da produção americana. O pacote de Miran baseia-se explicitamente no oposto: violar estas condições macroeconômicas – sem poupança fiscal, sem restrições monetárias, sem ou com poucas reduções nos preços relativos, sem inflação, mas com valorização do dólar.

O propósito político mais amplo é explicitado por Miran ao descartar riscos de retaliação por aliados, usando a ameaça de retirar a proteção militar em caso de retaliação. Esse método de "chantagem" é explicitamente repetido para extrair rendas e poder, forçando os bancos centrais a renunciarem à busca por moedas de reserva alternativas.

Miran reconhece que uma depreciação do dólar será necessária, embora mencione que suas recomendações tarifárias devem implicar uma apreciação. Ele resolve essa contradição adiando a depreciação do dólar para uma segunda etapa da implementação do programa, provavelmente após as eleições de meio de mandato nos EUA. Em um segundo momento, as moedas estrangeiras deveriam ser forçadas a se valorizar em relação ao dólar em troca da volta a tarifas mais baixas; além disso, os aliados políticos dos EUA estariam expostos à exclusão do sistema de segurança norte-americano em caso de rejeição.

Tecnicamente, as vendas líquidas forçadas de reservas em dólar dos aliados contradizem diretamente os outros objetivos de redução das taxas de juros e de fortalecimento do uso de reservas em dólar em todo o mundo. Ainda mais contraditória é a medida complementar para compensar as vendas de Letras do Tesouro, forçando um aumento na duração da dívida dos EUA, obrigando os bancos centrais a comprarem títulos de longo prazo ou mesmo perpetuidades. Essas medidas desestimulariam o uso do dólar fora dos EUA e prejudicariam significativamente a função do dólar como moeda de reserva, podendo criar um incentivo para o desenvolvimento de um concorrente genuíno para o dólar.

Entre as outras opções discutidas, a possibilidade de negociar troca de redução de tarifas por transferência de produção estrangeira para os EUA indica o tipo de método que o governo Trump estava considerando. O documento de Miran não menciona os custos futuros para os EUA da fragmentação geoeconômica global e a consequente onda de reações antiamericanas. A intenção explícita de reduzir os preços do petróleo, estimulando a perfuração, é necessária para reduzir o nível de preços nos EUA e aumentar a competitividade. É claro que isso é apresentado como um resultado positivo. Em contrapartida, a externalidade muito custosa do aumento das emissões de CO_2 não é considerada.

Conclusões

O artigo de Miran é construído sobre uma pirâmide de contradições que revela uma única mensagem: o governo Trump pensa que os EUA possuem poderes econômicos e militares para chantagear o resto do mundo a adotar um conjunto de medidas que realocariam a atividade econômica em favor dos EUA. Parece, no entanto, que o argumento de impor uma divisão mais justa do ônus resultante do papel internacional do dólar é um pretexto para justificar uma nova ordem econômica imperial em favor dos EUA e que as políticas tarifárias e cambiais propostas são incoerentes e estão em contradição direta com a combinação de políticas macroeconômicas que contribuiriam para o ajuste externo. A estratégia proposta envolve amedrontar os aliados e a maioria dos outros países, apostando que eles não ousariam retaliar. A implementação dessa estratégia teria consequências catastróficas e poderia destruir a ordem multilateral construída desde a Segunda Guerra Mundial. Poderia provocar uma crise financeira global com custos econômicos e humanos sem precedentes.

Isso aceleraria o que provavelmente é um processo inevitável de "desdolarização". A implementação das medidas descritas no *Guia do usuário* de Miran precipitaria a decadência do dólar, algo que supostamente deveria evitar. Caberia aos parceiros dos EUA apresentarem propostas construtivas para o advento de um sistema monetário internacional mais racional e equitativo.

Como a Europa deveria reagir? Há uma probabilidade significativa de que uma crise financeira seja desencadeada por políticas fiscais irresponsáveis dos EUA, taxas de juros mais altas, o impacto inflacionário do protecionis-

mo e/ou a perda de confiança na independência do FED. Independentemente de acontecer mais cedo ou mais tarde, a Europa precisa se antecipar a essa crise e reduzir sua exposição a ativos americanos de menor qualidade. A perspectiva ou a ocorrência de uma crise financeira pode ser a única maneira de impor restrições ao governo Trump. Nesse sentido, quanto mais cedo essa restrição for imposta, melhor. Muito em breve, os resultados positivos da "grande moderação" trazida pela globalização e pela credibilidade adquirida pelos bancos centrais poderão ser aniquilados pelas políticas populistas de Trump, constituindo uma verdadeira ameaça à democracia e à estabilidade. A única chance de limitar os danos, provavelmente, reside em uma resposta coordenada da União Europeia (UE), do Reino Unido, do Canadá, da China e do maior número possível de outras economias emergentes, impulsionada pelos mercados financeiros e capaz de mudar a opinião pública. A UE deveria tomar a iniciativa de apelar a todos os países para que preparem uma reforma do sistema monetário internacional.

Vimos que a referência ao dilema de Triffin confere um verniz de respeitabilidade ao que equivale a um projeto imperialista incoerente. Esse argumento poderia atrair o Sul global, também exposto aos custos de instabilidade do sistema do dólar, e especialmente a China, a Índia e a maioria das economias emergentes, a unir esforços para preservar e aprimorar uma ordem multilateral, expondo assim os EUA ao isolamento.

A UE deve reconhecer e tentar compartilhar sua posição com o Sul global, no contexto do dilema de Triffin – o verdadeiro problema para o setor manufatureiro dos EUA e para a credibilidade do país a longo prazo, criado pelo papel contínuo do dólar como moeda de reserva global. A UE também deve reconhecer que, mesmo que um uso internacional mais amplo do euro possa ajudar no curto prazo, ele não oferece uma resposta sustentável ao dilema de Triffin, visto que nenhum país ou grupo de países importantes como a UE está disposto a incorrer no déficit em conta corrente nem a emitir grandes quantidades de passivos líquidos, desempenhando o papel de emprestador de última instância. O mesmo é ainda mais verdadeiro para a China. Portanto, é necessária uma solução sistêmica internacional para o dilema de Triffin, na qual uma instituição internacional administraria a liquidez global emitindo uma moeda global, que não seria dívida de nenhum país em particular, desempenhando também o papel de emprestador de última instância. Idealmente, o FMI se tornaria o verdadeiro emprestador de última instância global e neutro, emitindo a moeda que falta para gerir a liquidez global como um bem público global para todos os seus membros. A segunda melhor opção seria operar em paralelo (em um "FMI-1"), sem os EUA, criando assim uma pressão interna significativa para o seu retorno a uma ordem cooperativa internacional racional como única forma de enfrentar os desafios globais.

Em vez de permanecerem num modo reativo – conclui o RTI –, os países da UE, a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu deveriam, de forma muito proativa, ousar não só refutar as incoerências do artigo de Stephen Miran, mas também expressar o seu compromisso com as instituições multilaterais e propor soluções construtivas e inovadoras – mesmo que, se necessário, sem os EUA –, tanto imediatas como a longo prazo, para benefício da comunidade internacional.

Elaboração: Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)
Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Claudio Hamilton Matos dos Santos (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora y Araujo
Sandro Sacchet de Carvalho
Sergio Fonseca Ferreira

Equipe de Assistentes:

Marcelo Guedes Pecly
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

Equipe Administrativa:

Aline Conceição Santos
Carla Nunes Menezes
Rosanne Rodrigues Barbosa

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Leonardo Simão Lago Alvite

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.