

A Trindade Impossível de Trump

Após um início hesitante, o governo Trump avançou nos últimos meses na implementação de suas principais propostas de campanha. Está em curso uma mudança importante da política fiscal, envolvendo tanto o sistema tributário como a trajetória dos gastos. Ao mesmo tempo, no período mais recente a retórica protecionista tem se tornado mais agressiva.

No campo fiscal, a reforma tributária aprovada em dezembro último implica uma redução de carga em termos agregados, e essa redução advém em parte da diminuição das alíquotas de imposto corporativo de 35% para 21%. Apenas neste ano, as mudanças tributárias levaram o CBO (*Congressional Budget Office*) a reduzir a estimativa de arrecadação em US\$ 194 bilhões (1% do PIB), e o efeito acumulado nos próximos 10 anos deve ser da ordem de US\$ 1 trilhão. Em adição a isto, o acordo orçamentário aprovado no Congresso em fevereiro implica uma trajetória de crescimento mais acelerado do dispêndio. Em comparação às estimativas anteriores do CBO, esse acordo implicou uma ampliação de gastos de US\$ 82 bilhões, US\$ 136 bilhões e US\$ 48 bilhões em 2018, 2019 e 2020 respectivamente. Somando-se os efeitos da reforma tributária e da ampliação de gastos, a consequência é inequívoca: o déficit público vai crescer mais aceleradamente. Após alcançar um nível mínimo no período recente de 2,5% do PIB em 2015, o déficit atualmente encontra-se em 3,5%, e as novas projeções do CBO indicam que deve caminhar para perto de 4,2% neste ano e algo mais próximo a 5% no ano que vem.

Em paralelo às medidas fiscais, como dissemos, há uma retórica mais agressiva em relação a questões comerciais. É ainda incerto o que resultará da renegociação em curso do Nafta (*North American Free Trade Agreement*). O mais provável é que se evite sua extinção, mas há uma negociação ainda complexa pela frente, envolvendo regras de origem, mecanismos de resolução de controvérsias e a intenção americana de criar a chamada *Sunset Clause*, que permitiria a extinção unilateral do Tratado a cada cinco anos, o que criaria grande imprevisibilidade. Em paralelo a essa negociação, há a sinalização da imposição de tarifas principalmente nas importações advindas da China. O caminho tem sido bastante ruidoso, por vezes com recuos parciais em relação às medidas inicialmente anunciadas. Mas uma coisa é clara: Trump vê o déficit comercial, que atinge US\$ 590 bilhões nos últimos 12 meses, como um sinal de relações comerciais nefastas aos interesses do país. Como o déficit com a China é de longe o maior, da ordem de US\$ 386 bilhões, o foco do governo americano tem se voltado a esse país.

Há, porém, uma inconsistência fundamental nos objetivos da política macroeconômica americana. A ampliação do déficit público representa uma diminuição da poupança doméstica: parte da poupança privada precisará ser usada para a financiar o setor público, que despoupará de maneira cada vez mais intensa neste e nos próximos anos. Ao mesmo tempo, a redução de tributação sobre os lucros representa um estímulo à ampliação do investimento. Ocorre que, por uma questão contábil, poupança e investimento devem sempre se igualar. Isto significa que, para compatibilizar o aumento do investimento e a queda da poupança doméstica, é preciso absorver mais poupança externa. Isto equivale a uma ampliação do déficit em conta corrente que, no caso americano, deve se dar justamente através do aumento do déficit comercial que Trump busca reduzir.

Noutros termos, há uma inconsistência entre a ampliação do déficit público e os objetivos de simultaneamente reduzir o déficit comercial e ampliar o investimento. Salvo por uma melhora dos termos de troca, e supondo que as diretrizes fiscais se cumpram, será possível alcançar apenas um desses dois objetivos. No horizonte dos próximos trimestres, as indicações são de que o investimento de fato deve se ampliar, em um contexto de menor tributação sobre os lucros, condições financeiras ainda favoráveis, preços de petróleo mais altos e níveis bastante elevados de utilização de capacidade em diversos setores. Se este for o caso, devemos ter déficits comerciais crescentes, como aliás tem sido o caso no período recente: desde a posse de Trump ele saltou de US\$ 504 bilhões para US\$ 590 bilhões.

As mudanças tarifárias anunciadas até agora têm efeitos bastante modestos em termos macroeconômicos. Porém, à medida que os déficits comerciais se ampliam, há um risco de o governo americano responder com uma intensificação das medidas protecionistas. Mesmo considerando as inevitáveis retaliações, é concebível um cenário em que tais medidas finalmente estancem a ampliação do déficit comercial, mas isso exigirá uma reversão do crescimento do investimento. Isso pode se dar simplesmente porque o intervencionismo nas políticas comerciais cria um ambiente de maior incerteza, o que por si levaria a um maior conservadorismo dos agentes privados. Ou pode ser que o maior protecionismo afete as perspectivas para a inflação, e nesse caso o Fed terá que responder elevando mais fortemente as taxas de juros, deprimindo assim o investimento.

No curto prazo, o estímulo fiscal ainda tende a gerar alguma aceleração do crescimento, embora esses efeitos sejam bastante limitados em uma economia já muito próxima do pleno emprego, como é claramente o caso americano atual. O Fed já indica em suas projeções que terá que responder ao maior expansionismo fiscal com taxas de juros mais altas, possivelmente levando a política monetária ao campo contracionista em 2020. Alongando-se o horizonte, a inconsistência da política macroeconômica pode gerar uma herança pesada, na qual uma dívida pública muito alta e crescente pode se somar a uma escalada protecionista, gerando um ambiente nefasto ao crescimento de longo prazo.

Alexandre Bassoli

Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.

Este relatório é um resumo de informações obtidas de diversas fontes de mercado, e coletadas até o dia 25 do mês anterior à sua publicação. Apesar de todo o cuidado na coleta e manuseio destas informações, o Opportunity não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas. Todas as opiniões e estimativas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório foi editado, podendo mudar sem aviso prévio. O propósito único deste relatório é o de divulgar informações e não deve ser considerado como uma recomendação de investimento. - Este documento não pode ser reproduzido ou publicado sem a autorização expressa do Opportunity.