

César Garritano

cesar.garritano@sommainvestimentos.com.br

Victor Hugo Mota

victor.mota@sommainvestimentos.com.br

Giovanna Aguirre

giovanna.aguirre@sommainvestimentos.com.br

Cenário Econômico | Análise da Semana

31 de março a 04 de abril de 2025

“SHOT FIRST, DIE LATER”: TRUMP INICIA AMPLA GUERRA COMERCIAL

- ✓ A semana foi extremamente importante para os mercados globais de risco, em meio ao anúncio do plano de tarifação dos EUA, inegavelmente mais duro que o esperado pelos investidores;
- ✓ No mercado de títulos, acompanhamos forte fechamento dos *yields* das *Treasuries*, o que acabou resultando em relevante força baixista para todos os vencimentos da curva de juros local. A percepção de que a guerra comercial poderá ser mais recessiva do que inflacionária preponderou, leitura que ofereceu apoio para o fechamento das curvas de juros globais;
- ✓ Na renda variável, por outro lado, o *risk-off* puniu as bolsas mundo afora, não havendo nenhum índice com variação positiva na semana;
- ✓ Já o mercado cambial não respeitou uma direção única, com o nível de tarifação imposto pelos EUA às economias globais e os movimentos de proteção adotados pelos investidores gerando impactos diversos nas moedas.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A semana foi de grande movimentação nos mercados globais. Pode-se afirmar que a semana foi inegavelmente a mais importantes do ano. O anúncio das prometidas tarifas recíprocas de Donald Trump levou o mercado a aumentar consideravelmente as chances de uma recessão nos EUA e no mundo, o que causou uma movimentação relevante nos ativos.

Na tarde de quarta-feira, Trump anunciou as tão aguardadas tarifas recíprocas. A medida contempla a imposição de uma tarifa mínima de 10% sobre a importação de produtos vindos de fora dos EUA. Além disso, para alguns países, como China e União Europeia, as tarifas serão maiores, com alíquotas de 34% e 20%, respectivamente.

De maneira simplificada, a magnitude da tarifa será diretamente proporcional ao déficit comercial que os EUA têm com o país. Dito de outra forma, países que os EUA importam muito e exportam pouco terão alíquotas maiores. Em alguns países da Ásia, como Camboja e Laos, as tarifas podem chegar até 48%. México e Canadá, por estarem inclusos no tratado de livre comércio, não sofreram a aplicação das tarifas

recíprocas. O Brasil, por possuir um déficit comercial com os EUA, sofrerá apenas a alíquota mínima, de 10%.

Vale mencionar que alguns produtos, como cobre, produtos farmacêuticos, semicondutores, ouro e energia não estarão sujeitos às tarifas recíprocas – e terão, em alguns casos, tarifação particular. Além disso, Trump também reafirmou a imposição de tarifas de 25% sobre peças e automóveis produzidos fora dos EUA.

Conforme mencionou o presidente dos EUA, a tarifa aplicada será metade da “tarifa imposta” pelos outros países sobre as exportações americanas – daí o termo “recíproca”. A suposta tarifa imposta pelos países, $\Delta\tau_i$, que na prática não é exatamente a tarifa imposta, é calculada dividindo-se o déficit comercial que os EUA têm com o país i , pelas importações dos EUA de produtos vindos do país i :

$$\Delta\tau_i = \text{Deficit}_i / \text{Importações}_i$$

A alíquota da tarifa que os EUA passarão a aplicar será metade desse valor, ou seja, $\Delta\tau_i/2$. A tabela abaixo resume o cálculo para Brasil, China e União Europeia.

País	Total exportado pelo EUA* (A)	Total importado pelo EUA* (B)	Déficit comercial dos EUA* (B - A) **	"Tarifa imposta" ($\Delta\tau$) (B - A)/B	Tarifa aplicada [(B - A)/(B)]/2
Brasil	49,7	42,3	-7,4	-17%	-9%
China	143,5	438,9	295,4	67%	34%
União Europeia	370,2	605,8	235,6	39%	19%

*em bi de USD

**Déficit comerciais negativos representam superávit comerciais

Fonte: US Census Bureau. Elaboração: SOMMA Investimentos.

No caso brasileiro, o déficit comercial dos EUA é negativo, ou seja, o EUA possui superavit com o Brasil. Nesse caso, e para outros países que também apresentam superavit, a alíquota aplicada será o valor mínimo de 10%. A tabela abaixo ilustra as alíquotas aplicados para alguns países.

País	Tarifa aplicada (%)
Australia	10
Brasil	10
China	34
Coréia do Sul	25
Japão	24
Reino Unido	10
Tailândia	36
União Europeia	20
Vietnã	46

Fonte: White House. Elaboração: SOMMA Investimentos.

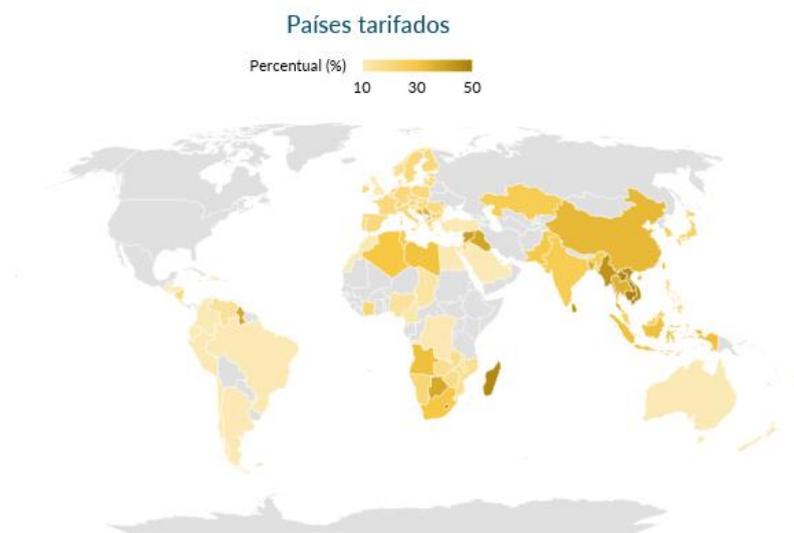
Em termos práticos, a tarifa aplicada pelos EUA será diretamente proporcional ao déficit comercial. Destaca-se que a escolha por essa metodologia foi muito criticada por economistas especializados em comércio internacional.

Para exemplificar porque a escolha dessa metodologia é ruim, considere o caso de Lesoto, pequeno país de 2 milhões de habitantes localizado dentro do território da África do Sul, que sofrerá a mais alta das alíquotas, de 50%. A magnitude da tarifa será consequência do elevado déficit comercial que os EUA têm em proporção ao total de produtos lesotianos importados pelos americanos. Deve-se ressaltar que essa é uma condição advinda da diferença entre produtos exportados por ambos os países. O Lesoto, consideravelmente mais pobre, tem pouca capacidade de absorver os produtos americanos – em geral, altamente tecnológicos e, portanto, mais caros (automóveis, por exemplo). Por outro lado, os americanos têm muita capacidade de absorver os principais produtos exportado pelo país africano – predominantemente produtos têxteis (bens semiduráveis de baixo valor agregado). Ressalta-se que essa análise é válida para a maior parte dos países subdesenvolvidos.

Adicionalmente, vale ressaltar que o impacto econômico dessas tarifas sobre alguns países será bastante relevante. No caso do Lesoto, as exportações para o EUA representam 10% do PIB do país e o setor têxtil é responsável por aproximadamente 90% dos empregos da manufatura.

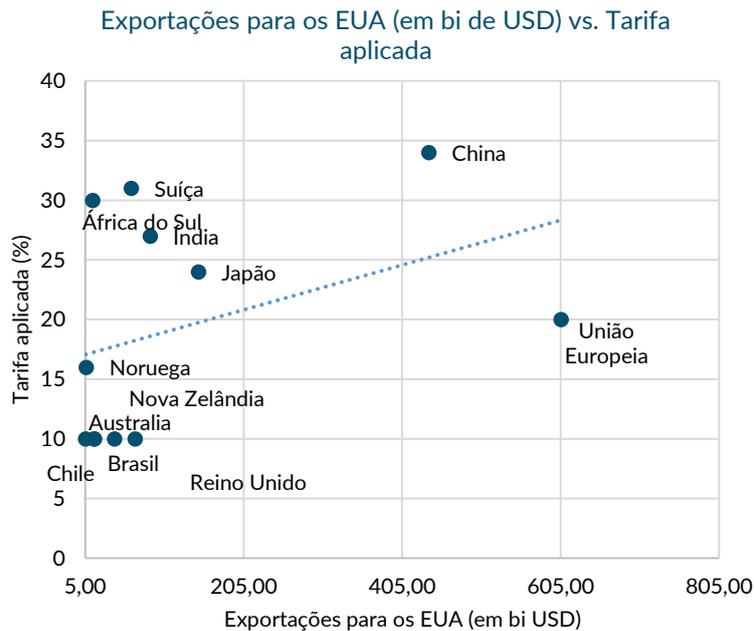
Dito de outra forma, a escolha metodológica é ruim por não ser “recíproca” e não ser capaz de corrigir os déficits bilaterais mais relevantes que os EUA têm.

Regionalmente, pela análise do mapa abaixo, é possível concluir que as alíquotas mais altas estão, de fato, concentradas na Ásia e na África.



Fonte: White House. Elaboração: SOMMA Investimentos.

Outra análise também válida é observar quais países poderão sofrer mais quando se compara não apenas a magnitude da tarifa, mas também a quantidade de produtos exportados para o EUA. Com base no diagrama abaixo, que dispõe a tarifa recíproca e as exportações dos países para os EUA (2024), é possível observar que os mais afetados serão China e União Europeia.



Nesse contexto, um dos países mais afetados, a China, também anunciou medidas de retaliação: aplicação de uma tarifa adicional de 34% sobre todos os bens americanos, com validade a partir do dia 10 de abril. Além disso, o país asiático também anunciou a imposição de restrição de exportação de metais pesados raros para os EUA, a adição de 16 empresas americanas na sua lista de controle de exportação, além de considerar 11 empresas americanas como “entidades não confiáveis” – o que permite o país a tomar medidas punitivas contra essas instituições.

Outros países como Reino Unido, México, Turquia, Singapura, Coreia do Sul, Índia, Vietnã e Tailândia apenas declararam que pretendem abrir negociações para chegar em algum consenso, mas sem anunciar medidas de retaliação.

Em relação aos impactos econômicos, as tarifas deverão impactar a inflação, especialmente de bens industriais nos EUA. Conseqüentemente, a queda na renda disponível, em virtude de uma inflação mais elevada, também influencia o consumo e conseqüentemente o crescimento da economia. Outro fator importante da guerra comercial é o fator incerteza. O “vai e vem” dos anúncios tarifários, que deve continuar ocorrendo em virtude das negociações com os países, prejudica as decisões de investimento e consumo – e, em última instância, a economia como um todo.

Ressalta-se ainda que os impactos não se restringem apenas aos EUA. A aplicação de tarifas tem o potencial de reduzir o volume de comércio internacional e conseqüentemente ter impactos relevantes sobre o crescimento da economia global.

Nesse sentido, com os acontecimentos da semana, o mercado passou a elevar consideravelmente as chances de a economia global entrar em recessão esse ano. Algumas instituições importantes já atribuem como o cenário mais provável, como o banco americano JP Morgan, que revisou de 40% para 60% a chance do mundo enfrentar uma recessão esse ano.

Entendemos que os impactos sobre o crescimento são mais difíceis de reverter do que a inflação. Mesmo com uma reversão completa das tarifas anunciadas, o que nos parece completamente improvável, não é possível de reverter o impacto da incerteza gerada sobre o desempenho da economia.

Em termos de política monetária, os impactos das tarifas afetam duplamente o mandato do FED, em função de uma inflação mais alta e um crescimento mais baixo da economia americana. Nesse contexto, durante a semana o mercado já começou a discutir um ciclo de afrouxamento monetário mais célere por parte do Banco Central americano. As taxas implícitas dos mercados já precificam cinco cortes de juros esse ano, ante apenas três há uma semana.

Entendemos que a função reação do FED tem historicamente pesado mais para o lado do desemprego. Em um cenário de inflação alta e crescimento baixo, acreditamos que o FED optará por afrouxar as condições monetárias, ao invés de apertar.

CENÁRIO DOMÉSTICO

O noticiário brasileiro foi extremamente menos emocionante quando comparado aos desenvolvimentos de ordem internacional. Assim, em especial a partir do fim da tarde da quarta-feira, restou aos agentes do mercado doméstico especularem quais os possíveis efeitos do recrudescimento da guerra comercial patrocinada pelo governo dos EUA para a economia e para os mercados financeiros do Brasil.

O exercício de efetuar qualquer tipo de previsão sempre possui não desprezível chance de erro. Em meio à complexidade do cenário atual e, por que não, ao ineditismo da decisão de Trump contra o mundo, a possibilidade de cometer erros aumenta exponencialmente. De qualquer forma, é do nosso ofício tentar traçar cenários e é isso que faremos, resumidamente, nos próximos parágrafos.

Para a curva de juros, partindo da hipótese-base de que a guerra tarifária se apresenta como um risco mais para o lado recessivo do que para o campo inflacionário, julgamos como coerente, para as próximas semanas, o advento de fechamento adicional da curva. Os *yields* das *Treasuries* em forte movimento de queda e a impressionante desvalorização do petróleo contribuem para a sustentação dessa leitura.

Quanto ao mercado de câmbio, a menor tarifação relativa sofrida pelo Brasil, o gigantesco diferencial de juros do nosso país em relação aos pares globais e a leitura de que a América Latina será preservada dos maiores abalos do conflito tarifário parecem ser bons fatores para imaginarmos que, relativamente, o Real poderá ter melhor performance.

Já sobre o mercado de renda variável, além dos fatores favoráveis acima mencionados, entendemos que a bolsa do país possui diversas empresas estrategicamente bem-posicionadas globalmente e que podem obter vantagens na conquista e expansão de mercados, destacadamente as companhias relacionadas ao setor agroexportador.

O nível ainda muito “amassado” dos ativos domésticos pode atuar como fator amortecedor para os mercados domésticos. Além disso, o fato de o governo brasileiro, desde o início do governo Trump, ter usado a diplomacia como principal arma de negociação, é algo favorável e digno de nota.

Obviamente, a concretização desse cenário pressupõe a não-ocorrência de eventos mais traumáticos no contexto global – aliás, imaginamos que, em algum ponto futuro, as partes mais importantes da guerra comercial poderão dar alguns passos de recuo, em meio às possíveis rodadas de negociações. Do contrário, ou seja, assumindo novos eventos de *risk-off* globais, a tendência é de novas desvalorizações dos ativos do Brasil, assim como visto nesta sexta-feira, com os investidores buscando papéis de maior segurança.

AGENDA ECONÔMICA SEMANAL

Dia	Brasil			EUA			Zona do Euro			China		
	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior	Dado	Projeção	Anterior
Segunda (07/04)	Boletim Focus						Vendas no varejo (fev)	0,50%	-0,30%			
Terça (08/04)	Dívida/PIB (fev)	61,80%	60,8%									
Quarta (09/04)	Vendas no varejo (fev)	-	-0,10%	FOMC Minutes						Inflação a/a (mar)	0,1%	-0,7%
Quinta (10/04)	PMS (m/m)		-0,20%	Core CPI m/m (mar)		0,3%	0,2%					
Sexta (11/04)	IPCA m/m (mar)	-	1,31%	PPI m/m (mar)		0,20%	0,00%					
	IBC-BR (fev)	-	0,90%	Sentimento do consumidor Michigan (abr)		54,50	57,00					