

CARTA SEMANAL

O futuro a Deus pertence

02 DE ABRIL DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 149

G5 Partners

g5partners.com

“É difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro.” Já atribuíram a autoria dessa frase tanto ao produtor de filmes Samuel Goldwyn quanto ao treinador de beisebol Yogi Berra; seja como for, certamente a pessoa estava pensando em uma situação mais tranquila para se prever o futuro do que a atual.

Se não bastasse estarmos no meio de uma guerra, o que já é incerto por si só, quem a começou foi Donald Trump, e isso aumenta as dúvidas exponencialmente. Portanto, na edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM), não vamos tentar prever o futuro da guerra, que parece mudar a cada tweet do presidente americano, mas sim traçar cenários com base na situação atual do conflito e no que pode acontecer caso ele se estenda por muito mais tempo.

Com o preço do petróleo do tipo Brent ao redor de USD 100/barril, com certeza o principal medo do mercado é o impacto que isso pode ter na inflação no mundo, particularmente nos Estados Unidos, onde a gasolina já subiu mais de 35% desde o início da guerra. Medo totalmente coerente. O Índice de Preços ao Consumidor de março na Zona do Euro foi divulgado nesta semana já com impactos da guerra, passando de 0,6% em fevereiro para 1,2% – ou seja, dobrou em um mês. Nos EUA, ele só sai na semana que vem (10/4), mas nossa expectativa é de que passe de 0,3% para 1,5%, no mesmo período. Motivo suficiente para uma reprecificação da política monetária ao redor do mundo. Por exemplo, nos EUA o mercado saiu de 0,50 p.p. de corte nas taxas de juros ao longo de 2026 para manutenção; na Zona do Euro, de um corte de 0,25 p.p. para uma alta de 0,50 p.p.; no Reino Unido, de uma queda de 0,50 p.p. para uma alta de 0,50 p.p. A reprecificação

da política monetária americana, inclusive, é o principal motivo para o dólar – medido pelo DXY – ter se valorizado mais 2,5% no mercado internacional desde o início da guerra. Tudo isso faz sentido, mas nos parece apenas a “ponta do iceberg”.

O preço do petróleo subiu não por especulação, mas por um choque de oferta causado pelo fechamento do Estreito de Ormuz e pelos danos causados à infraestrutura petrolífera dos países do Golfo Pérsico. Segundo os dados da Agência Internacional de Energia (AIE), antes da guerra havia uma oferta de 106 milhões de barris/dia contra uma demanda de 104 milhões de barris/dia, por isso a tendência do preço do petróleo em 2026 era de queda. Com a guerra, a oferta caiu para 98 milhões de barril/dia, daí a tendência atual. Se considerarmos o preço como um sinal para que a demanda se ajuste ao novo patamar de oferta, podemos concluir que, se a guerra durar tempo suficiente para que essa redução de oferta seja vista como mais permanente do que temporária, a consequência será a desaceleração da economia mundial para que seja atendida a inexorável lei da oferta e da demanda. Isso não está no preço e pode reverter parcialmente – ou totalmente, a depender do tamanho do ajuste necessário – o cenário de políticas monetárias mais apertadas descritas no parágrafo anterior.

Portanto, temos que tomar muito cuidado ao indicar a inflação como o maior perigo da guerra, uma vez que uma desaceleração forte da economia mundial pode estar batendo à porta e colocando os Bancos Centrais na difícil posição de enfrentar a temida estagflação. O que fazer nesse caso? Subir os juros para conter a inflação ou reduzi-los para combater a desaceleração econômica? Em alguns casos, como o da Zona do Euro, acreditamos mais no primeiro caminho; já em outros, como o dos EUA, mais no último. De qualquer modo, essa mudança de paradigma sobre como o choque do petróleo vai se espalhar pela economia mundial ainda não está no preço dos ativos.

Quanto ao Brasil, estamos em uma boa posição do ponto de vista macro, mas com problemas no micro. Explicando: o Brasil é exportador líquido de petróleo, por isso é visto pelo mercado internacional como um dos “ganhadores” do cenário atual. Entretanto, o Brasil é importador líquido de destilados de petróleo e de fertilizantes, o que faz com que tenhamos problemas setoriais importantes. Vamos começar pela parte macro.

Como exportador líquido de petróleo, o Brasil é afetado positivamente em vários vetores. O principal deles é o da balança comercial, já que, para a mesma quantidade exportada dessa commodity, maior vai ser a receita em dólares auferida. Considerando-se que, no ano passado, o país exportou 726 milhões de barris de petróleo a um preço médio de USD 61,57/barril¹ e que, agora, este está ao redor de USD 100/barril, haveria um ganho esperado de USD 32 bilhões. Essa hipótese talvez seja muito pessimista. Então vamos usar um petróleo com a cotação média no ano de aproximadamente USD 80/ barril. Mesmo nesse cenário, o aumento das exportações brasileiras seria da ordem

de USD 15 bilhões, um número nada desprezível. Inclusive, essa expectativa de ganho seria um dos fatores a explicarem o bom desempenho do real em março, mesmo no meio de toda essa confusão.

Outro vetor importante que favorece o Brasil nesse cenário de alta nos preços do petróleo é o fiscal. Grosso modo, a cada USD 1 de aumento no preço dessa commodity, a receita de impostos cresce R\$ 2,3 bilhões, sendo R\$ 1,1 bilhão para o governo federal e o restante para os estados e municípios. Portanto, usando os mesmos valores acima, podemos estimar que, com o preço do petróleo a USD 100/barril, o aumento da arrecadação da União seria de R\$ 42 bilhões; e com USD 80/barril, R\$ 20 bilhões. Aparentemente, o governo federal teria mais recursos para intervir no mercado de combustíveis com medidas como isenção de impostos e criação de subvenções para a importação de diesel, por exemplo. Entretanto, boa parte desse ganho já está comprometida com subestimação dos gastos no orçamento de 2026, de modo que a margem de manobra fiscal do governo continua restrita, mesmo com essa benesse.

O terceiro vetor é o do crescimento. Apesar do cenário de desaceleração mundial traçado no início deste OCM, como exportador líquido de petróleo, o Brasil poderá mais que compensar essa desaceleração com o crescimento da rubrica ‘Exportações líquidas’, pelo lado da demanda, e da ‘Indústria extrativa’, pelo lado da oferta. Por isso, mesmo com esse cenário mais sombrio para o crescimento mundial e a perspectiva de uma política monetária mais contracionista do que a esperada inicialmente, mantemos nossa projeção de que o PIB brasileiro cresça 2,1% em 2026.

¹ Calculado pela relação entre preço e quantidade exportada.

Entretanto, por baixo dessa superfície de tranquilidade por sermos exportadores de petróleo, temos problemas graves por sermos importadores de diesel e fertilizantes.

Importamos ao redor de 85% de todo o fertilizante que consumimos e, apesar de os países do Golfo Pérsico não serem grandes produtores dos fertilizantes em si, são responsáveis por 30% dos insumos utilizados em sua fabricação. Por isso, os nitrogenados subiram entre 30% e 50%; os fosfatados, entre 10% e 20%; e os a base de potássio, entre 5% e 15%. No Brasil, eles são usados quase em proporções iguais; então, grosso modo, podemos dizer que o custo para os agricultores aumentou entre 15% e 28%, o que poderia impactar o preço dos alimentos. Para nossa sorte, já estamos no período de colheita de boa parte da safra deste ano, de modo que o custo maior seria sobre a de 2027, caso os preços se mantenham nesse patamar. Correto? Depende. Na parte do custo para os agricultores, sim; na parte do impacto sobre os preços dos alimentos, não. No Hemisfério Norte, a safra está sendo plantada, e isso tem afetado o preço internacional de produtos importantes, como 'Óleo de soja' (+12,38%)², 'Arroz' (+9,43%), 'Açúcar' (+8,53%), 'Café' (+6,27%), 'Milho' (+4,33%) e 'Trigo' (4,23%). Portanto, se os preços dos fertilizantes não voltarem a cair, dificilmente os preços internacionais desses produtos vão refluir e, conseqüentemente, os preços dos alimentos no Brasil serão impactados, mesmo que os agricultores brasileiros não sejam. Por outro lado, eles não escaparão do problema do diesel.

Mas, antes de colocarmos os agricultores na história, vamos entender o problema. O Brasil importa algo próximo de 25% do que consome desse destilado do petróleo. Se o mercado de combustíveis fosse

"normal", o preço do diesel no Brasil já teria subido 45,00%, como nos EUA, mas até agora "só" subiu 20,50%. Pior: nas refinarias da Petrobras, que responde por 80% da produção brasileira, subiu apenas 11,6%. E por que isso é um problema? Porque, com essa política de preços da Petrobras, o preço do diesel nas refinarias da empresa está 64% (até o dia 2/4) abaixo do preço internacional, não só desincentivando os importadores a importarem o produto, como também incentivando as distribuidoras a exportarem-no, comprando barato da Petrobras e vendendo caro no exterior. Para solucionar esse problema, o governo "zerou" o PIS/Cofins do diesel, colocou um imposto de 50% sobre sua exportação, deu uma subvenção de R\$ 0,32/litro importado e está alinhavando com os governadores uma outra de R\$ 1,20. Na soma total, os importadores estão "ganhando" R\$ 1,84/litro para trazer diesel para o mercado brasileiro. Medidas na direção correta, mas insuficientes. Lembra-se da defasagem de 64% entre o preço interno e externo do diesel? Em valores monetários, chegaria a R\$ 2,33/litro; ou seja, o valor subsidiado pelo governo ainda é insuficiente para tornar atrativa a importação do produto. A consequência é que não só o diesel disponível está mais caro, como em alguns lugares falta o produto. Solução? A Petrobras elevar os preços na refinaria para cobrir a diferença. Problema? O governo corre o risco de enfrentar uma greve dos caminhoneiros em um ano eleitoral. E os agricultores nessa? Como boa parte do maquinário agrícola é movido a diesel, a safra que está sendo colhida vai vir com esse aumento de custo embutido.

A conclusão é que, quando dizemos que o cenário econômico está incerto desde o início da guerra, não é uma mera figura de linguagem. Lá fora a principal preocupação atual é a inflação, mas logo mudará para

² Todas as variações são ao longo do mês de março.

crescimento, e o que era expectativa de aumento dos juros pode se tornar rapidamente, pelo menos, manutenção. Por aqui os ativos performam bem devido às virtudes macroeconômicas de um país exportador de petróleo. Entretanto, no campo microeconômico os problemas são muitos e já estão afetando a inflação e, conseqüentemente, a expectativa de corte de juros; embora por enquanto ele não esteja em risco, pode ser menor do que o esperado antes da guerra.

Frase da Semana

“Nunca se mente tanto como antes das eleições, durante uma guerra e depois de uma caçada.”

Otto Von Bismarck

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,30	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,48	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,30	2,10

Sobre O Canário da Mina

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.