



CARTA DE CONJUNTURA – MARÇO/2026

O choque de preços de commodities e seus efeitos

No último ano, o mundo tem sofrido importantes choques de oferta, decorrentes de três fatores: (a) a escalada tarifária dos EUA e a decorrente retaliação dos países afetados, (b) o novo conflito no Oriente Médio envolvendo os EUA, Israel e Irã e (c) o déficit fiscal norte-americano, aumento da dívida federal e o resultante aumento do risco percebido sobre os ativos em dólar ⁽¹⁾. O fato mais marcante até aqui tem sido um extraordinário aumento de preços da maioria das commodities na economia mundial. Utilizando a metodologia do *Commodity Research Bureau* (CRB), as commodities são divididas em quatro grupos, com as seguintes participações: energia (39%), agricultura (41%), metais preciosos (7%) e metais de uso industrial (13%). Desses grupos, apenas as commodities agrícolas tiveram um modesto aumento de preços. A maioria das demais sofreram aumentos de preços na casa dos dois dígitos, como mostra o Quadro 1.

Quadro 1

"Cost push inflation": Preços em dólares de algumas commodities
(de maio de 2025 a abril de 2026 - %)

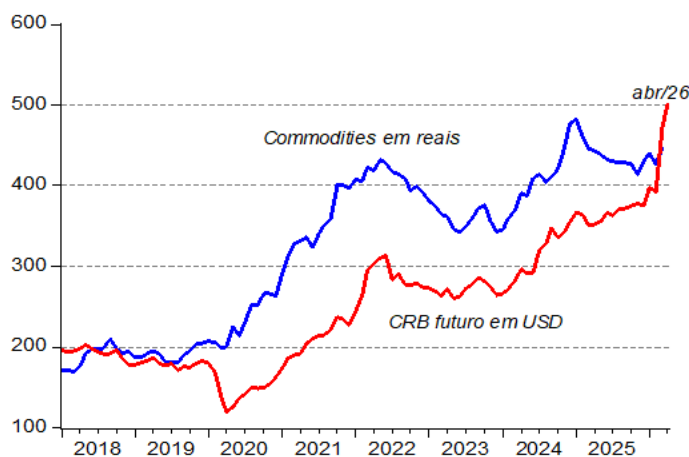
Petroléo (Brent)	41%
Alumínio	45%
Níquel	25%
Cobre	28%
Polipropileno	17%
Minério de ferro	10%
Ouro	40%
Prata	42%

Aumentos dessa magnitude tem (e terão) impacto de primeira ordem nos índices de preços ao consumidor mundo afora. No momento, não é possível prever quanto tempo este fenômeno irá durar e, mais importante, se ele é reversível. Estamos diante de um quadro de inflação de custos (*cost push inflation*), semelhante ao que ocorreu na saída da pandemia em 2021-22 e que levou a uma onda de fortes elevações de taxas de juros pelos bancos centrais para combater a inflação resultante.

O Gráfico 1 apresenta os índices de preços de commodities em dólares e em reais para o período 2018-26 (abril). Três observações devem ser feitas a respeito disso. Primeiro, o índice em dólares está hoje cerca de 15% acima do pico observado na saída da pandemia e 150% superior ao do período anterior à pandemia (2018-19). Segundo, a reversão para baixo ocorrida em 2022-23, quando o mercado internacional voltou à normalidade, foi apenas parcial; os índices permaneceram bem acima dos verificados no período anterior. Terceiro, as diferenças entre o índice em dólares e o índice em reais se explica em grande parte pelas oscilações da taxa de câmbio no período analisado. Por exemplo, no período pós-pandemia, o real desvalorizou fortemente em relação ao dólar, o que acelerou o aumento dos preços internos. Ao contrário, no período atual (2025-26), o real apreciou em torno de 10%, o que amorteceu o aumento dos preços domésticos.

Gráfico 1

Índices de preços de commodities em dólares e em reais



Fontes: CRB e Banco Central do Brasil

O temor que existe, a permanecer a situação atual, é que o mundo ingresse num ciclo de estagflação, caracterizado pelo aumento da taxa de inflação e queda de renda e emprego. Sabemos que a eficácia da política monetária em situações de inflação de custos é seriamente diminuída, ou seja, aumentos de taxas de juro podem mitigar a alta da inflação, mas derrubam o nível de atividade. Esse *trade-off* impõe escolhas difíceis aos bancos centrais, a exemplo do que vimos no pós-pandemia.

No caso do Brasil, alguns aspectos importantes devem ser considerados. O mais importante deles foi o aumento de cerca de 10 pontos percentuais da relação dívida-PIB nos quatro anos do governo Lula. Se de um lado isso permitiu taxas de crescimento bem acima do potencial da economia, por conta do aumento do endividamento público (e também privado), de outro lado levou a um aumento inédito das taxas reais de juro para controlar a inflação. O aumento do juro real tem provocado uma crise de inadimplência do setor privado e, ao mesmo tempo, alavancado o aumento da dívida pública. Este novo “voo de galinha” se esgotou no ano corrente. A partir de 2027, a expansão fiscal terá que ser revertida, exatamente quando mais ela seria necessária para atenuar o choque de oferta e uma possível contração econômica. Ou seja, o país está entrando numa fase de possível estagflação sem qualquer espaço para uma política fiscal anticíclica.

Para agravar o problema, também o espaço para redução do juro real encolheu. No final do ano passado, previa-se que a taxa básica pudesse recuar de 15% (em torno de 10,5% real) para algo como 12% (cerca de 7,7% real). Agora, com as expectativas de inflação em alta – 4,8% atualmente para o IPCA, contra a meta de 3% – é pouco provável que o Banco Central mantenha o esquema prévio de redução do juro básico.

Em síntese, o Brasil não está preparado para enfrentar os desafios e consequências impostas por um cenário internacional adverso. As escolhas de política econômica feitas na transição governamental entre 2022 e 2023 lograram efeitos favoráveis por algum tempo, mas se mostraram inconsistentes numa perspectiva de mais longo prazo. Isso coloca severas restrições no espaço de manobra do próximo governo.

⁽¹⁾ Observe-se que uma desvalorização persistente do dólar no mercado internacional impõe uma perda de capital sobre aqueles que possuem ativos denominados nesta moeda. Isso tem levado a um movimento de diversificação no portfólio mundial contra o dólar e a favor de ativos alternativos (metais preciosos, commodities em geral, ações de países emergentes e ativos denominados em outras moedas).