



Choque do Petróleo e Inflação: Brasil X Estados Unidos

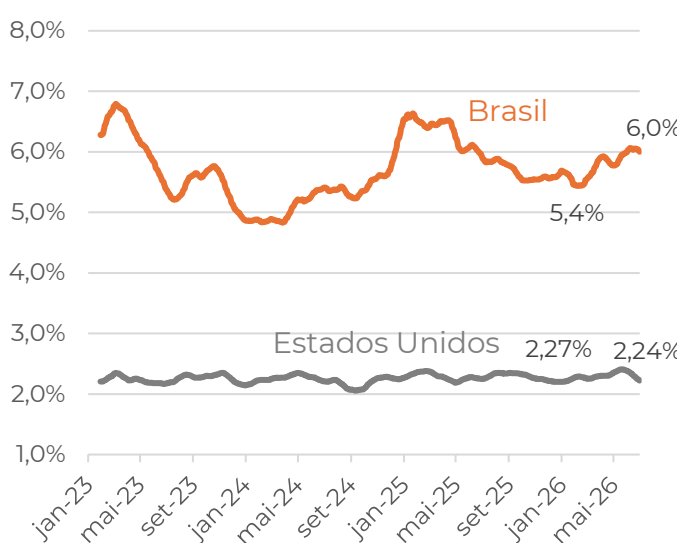
- O choque do petróleo em 2026 afetou Brasil e Estados Unidos de forma diferente: em dólares, o Brent subiu mais do que em reais. Essa variação mais intensa, aliada à estrutura econômica de mercado mais livre, acabou provocando um efeito inicial maior sobre os preços ao consumidor para os norte-americanos.
- Ainda que o repasse imediato às medidas de núcleo tenha sido semelhante nos dois casos, as expectativas e os juros aumentaram muito mais no Brasil.
- Um impulso fiscal continuamente expansionista, um hiato do produto mais apertado e, sobretudo, uma política monetária caracterizada por menor credibilidade, explicam porque as expectativas de inflação de 10 anos aumentaram mais e de forma mais persistente no Brasil do que nos Estados Unidos, e consequentemente, porque o diferencial de juros reais entre os dois países tende a permanecer elevado.

Introdução

O choque de oferta desencadeado pela escalada do conflito no Oriente Médio em 2026 elevou os preços internacionais do petróleo de forma abrupta, afetando simultaneamente Brasil e Estados Unidos. Mas a maneira pela qual cada economia absorveu esse choque, e principalmente como reagiram as expectativas de inflação de longo prazo em cada país, foi bastante distinta. Neste texto argumentamos que essa diferença decorre, de forma decisiva, da credibilidade da política monetária em cada caso.

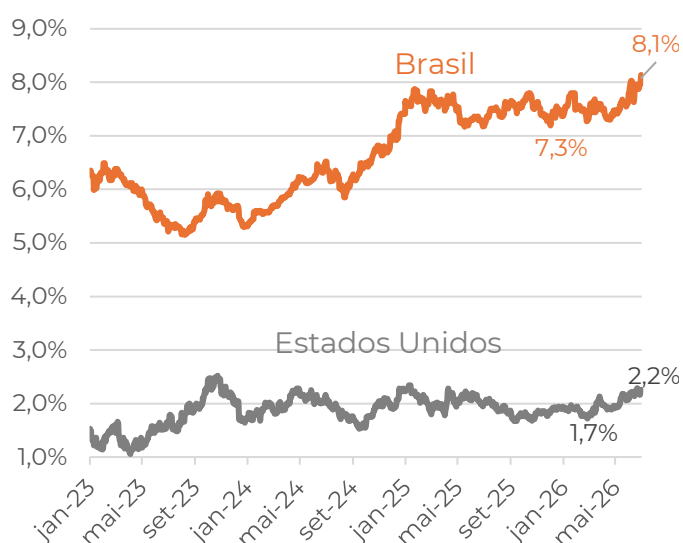
Choques de oferta tendem a produzir uma alta mais intensa e muito mais persistente das expectativas de inflação no Brasil, precisamente porque os agentes econômicos confiam menos na capacidade e na disposição das autoridades brasileiras de trazer a inflação de volta à meta depois do choque.

Gráfico 1: Brasil e Estados Unidos - Inflação Implícita de 10 anos (% ao ano)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2: Rendimento dos Títulos Indexados à inflação – Brasil e Estados Unidos (10 anos)



O Choque do Petróleo Comparado: Dólar x Real

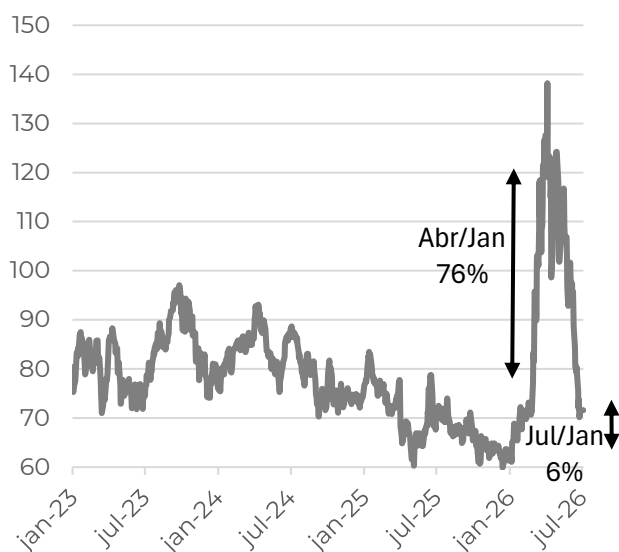
O conflito no Oriente Médio voltou a ocupar o centro das atenções dos mercados globais ao elevar a incerteza sobre a segurança da oferta de energia. Embora a produção de petróleo da região permaneça relativamente resiliente, o risco de interrupções em rotas estratégicas de exportação, especialmente no Estreito de Hormuz, aumentou significativamente o prêmio de risco incorporado aos preços do petróleo. Mesmo quando não há perdas efetivas de produção, a simples possibilidade de restrições ao transporte tende a elevar a volatilidade dos mercados e reforçar movimentos especulativos.

Para a economia global, preços mais elevados do petróleo representam um importante fator de pressão inflacionária, especialmente por meio dos custos de combustíveis, transporte e insumos industriais. Caso as tensões se prolonguem ou provoquem interrupções mais severas na oferta, os bancos centrais poderão enfrentar um ambiente mais desafiador. Por outro lado, uma eventual desescalada do conflito e a normalização dos fluxos de exportação tenderiam a reduzir o prêmio geopolítico atualmente embutido nas cotações do petróleo, amenizando parte dessas pressões sobre a inflação mundial.

Em dólares, o preço do barril tipo Brent saiu de US\$ 67,30 em janeiro de 2026 (média) para US\$ 118,36 em abril, uma alta de 76% (Gráfico 3). Em reais, no entanto, a mesmo movimento produziu uma variação mais modesta, de 66% em função da valorização do real no período (gráfico 4). Isso significa que o câmbio funcionou como um amortecedor parcial do choque para o consumidor brasileiro, enquanto o cidadão americano sentiu um efeito mais intenso. A apreciação cambial também ajudou na volta. Nos primeiros dias de julho valor da commodity medida em moeda norte-americana, ainda estava 6,5% acima da média observada no primeiro mês do ano, enquanto o mesmo diferencial para a mesma variável, em reais, estava em 3,6%.

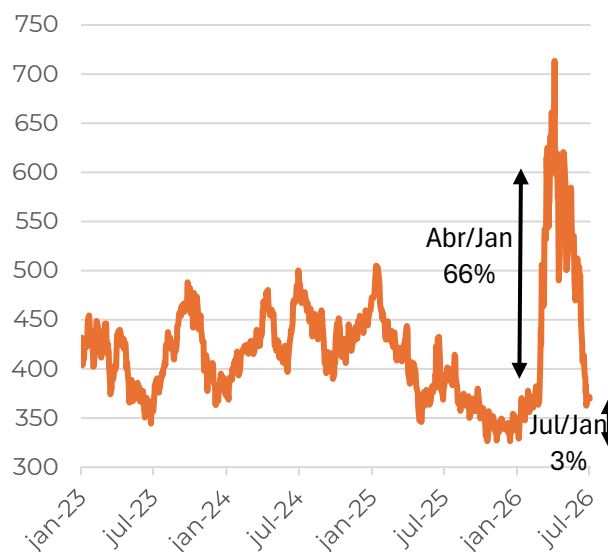
Ainda que a diferença não seja muito grande, é importante ressaltar o efeito mitigador da taxa de câmbio no caso brasileiro porque, ao contrário do que poderia sugerir a intuição, veremos adiante que as consequências em termos de inflação esperada e taxas de juros vão se mostrar mais severas por aqui.

**Gráfico 3: Preços do Petróleo (Brent)
USD / Barril**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4: Preços do Petróleo (Brent)
BRL / Barril**



Impacto Imediato Sobre a Inflação – Corrente e Núcleo

Os gráficos a seguir mostram o impacto do choque do petróleo sobre os principais indicadores de preços ao consumidor de Brasil e Estados Unidos. A variação mais intensa em dólares e a estrutura econômica de mercado mais livre acabaram provocando um efeito inicial maior para os norte-americanos. A inflação corrente chegou a aumentar mais ou menos 1,8 p.p. (na medida acumulada em 12 meses) nos Estados Unidos entre fevereiro e maio, vis a vis 0,8 p.p. no Brasil (gráfico 5).

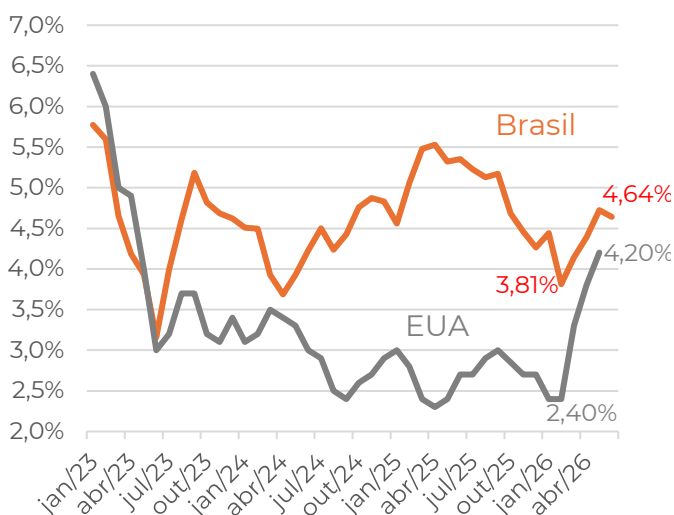
No caso do indicador subjacente, o impacto foi parecido: cerca de + 0,5 p.p. em cada caso (gráfico 6). É interessante observar essa medida de núcleo (que exclui preços de energia e alimentos) porque ilustra melhor os efeitos de segunda ordem, ou seja, repasses para outros preços da economia que não são tão diretamente afetados pelo choque.

Ainda que os efeitos iniciais para os consumidores tenham sido mais intensos no hemisfério norte, há motivos para suspeitar que a situação do Brasil se mostrará mais desafiadora. Como já vimos, o efeito total, inclusive para o longo prazo, deveria ser menor por aqui, já que o papel amortecedor da apreciação do câmbio provocou variações menos intensas dos preços de energia e derivados quando denominados em reais. Mas não é isso o que sugerem as expectativas.

Nos Estados Unidos, os preços de combustíveis e energia são repassados de forma quase direta e imediata ao consumidor (o mercado é mais livre e o choque aparece rápido nos índices de preços). No Brasil, o governo tem historicamente uma postura mais intervencionista: uso de subsídios, subvenções e controles sobre os preços de combustíveis para conter, ao menos temporariamente, o repasse aos consumidores. Essa resposta pode até fazer sentido como estratégia de curto prazo, já que evita um choque abrupto sobre o custo de vida. Há, no entanto, um efeito colateral importante no longo prazo: sinaliza aos agentes econômicos que a conta será paga mais à frente, seja via preços represados ou via custo fiscal do subsídio.

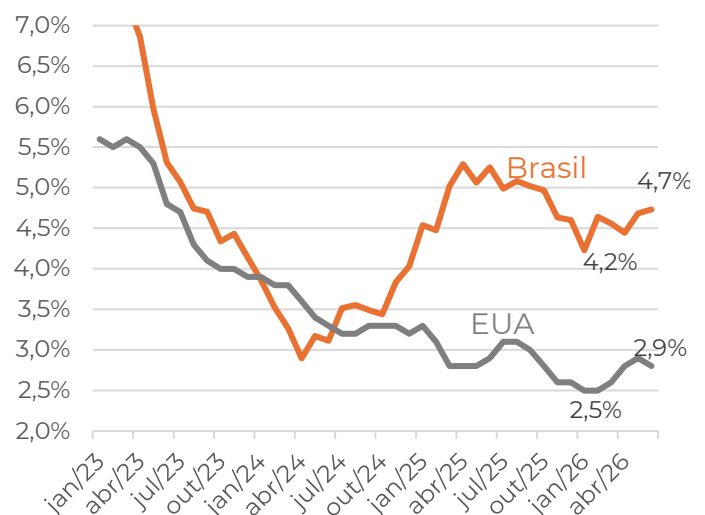
Esse fator, somado à credibilidade mais frágil da política monetária brasileira, sugere que o custo inflacionário tende a ser mais intenso por aqui.

Gráfico 5: Inflação ao Consumidor – Brasil e Estados Unidos (% em 12 meses)



Fontes: BCB e Fed St. Louis

Gráfico 6: Inflação ao Consumidor - Ex Energia e Alimentos - Brasil e Estados Unidos (% em 12 meses)



Impulso Fiscal e Pressão sobre a Capacidade Produtiva

Outras duas variáveis também conspiram para alimentar uma expectativa de impacto mais forte do choque do petróleo sobre a inflação brasileira, são a política fiscal e as condições de demanda vis a vis oferta agregada.

O gráfico 7, a seguir, mostra uma medida simples de impulso fiscal: a variação do superávit primário de um ano para outro. É possível perceber a gigantesca expansão do diferencial entre gastos e arrecadação que ocorreu no Brasil em 2023, muito pouco revertida em 2024. No ano eleitoral de 2026 já temos contratado um aumento de gastos importante. Já nos Estados Unidos, o viés tem sido contracionista no mesmo período, ainda que a austeridade se mostre bem menos intensa do que se esperava no início do mandato do presidente Donald Trump (ver: [Trump 500 dias: Muito Barulho por Nada](#)).

A segunda variável é a pressão sobre os fatores de produção. Utilizamos aqui, como indicador de hiato a diferença entre PIB efetivo e PIB potencial (estimado através da aplicação de um mesmo filtro estatístico sobre as medidas brasileira e norte-americana). O gráfico 8 mostra que, ao longo de praticamente todo o período 2023-2025, o hiato brasileiro foi positivo (economia operando acima do seu potencial), chegando a quase +0,8% no final de 2024. Enquanto isso, o hiato americano oscilou perto de zero ou em território negativo na maior parte do tempo.

A combinação de impulso fiscal expansionista com um hiato historicamente mais apertado deixa a economia brasileira mais vulnerável a um choque de oferta: há menos capacidade ociosa para absorver o choque sem repasse a preços, e a política fiscal, ao invés de ajudar a conter a demanda, empurra na direção contrária. Esse pano de fundo ajuda a explicar por que, no Brasil, um choque como o do petróleo tende a contaminar mais as expectativas de inflação de longo prazo.

Gráfico 7: Impulso Fiscal - Brasil e Estados Unidos (p.p. em cada ano)

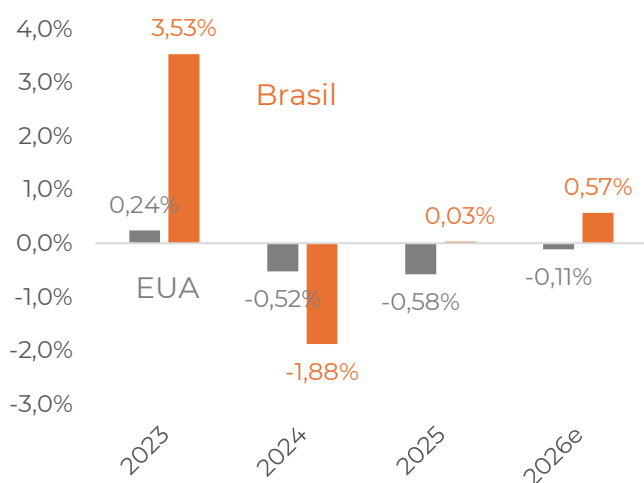
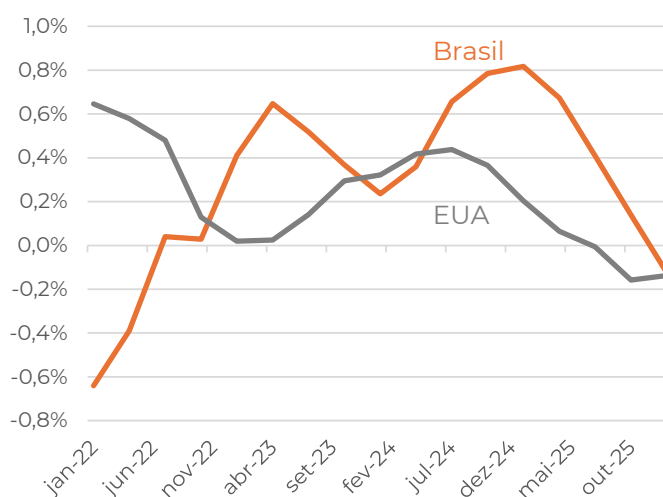


Gráfico 8: Hiato do Produto - Brasil e Estados Unidos (%)



Fontes: IBGE e Fed St. Louis

Resultado: Expectativas Mais Elevadas No Caso Brasileiro

É na inflação implícita de 10 anos, extraída da diferença entre títulos nominais e indexados à indicadores de preços, que a assimetria fica mais evidente. Nos Estados Unidos, a inflação embutida nos preços do mercado de renda fixa permaneceu ao redor de 2,3% entre janeiro e julho. Isso significa que, na visão dos agentes de mercado, o impacto da alta do petróleo seria apenas temporário.

Já no Brasil, a mesma medida saiu de 5,4% em janeiro (média) para 6% em junho (gráfico 9). Essa diferença de comportamento não é acidental. Os fatores já discutidos: resposta intervencionista, impulso fiscal e hiato do produto explicam parte da história. O pano de fundo, no entanto, é a credibilidade da política monetária. Os agentes econômicos parecem não acreditar que, no caso do Brasil, o repasse do choque de energia para os demais preços da economia será ferrenhamente combatido por políticas fiscal e monetária objetivando impedir que repasses sigam ocorrendo ao longo das cadeias produtivas. Ou seja, não há a crença de que o governo federal e o Banco Central têm vontade e/ou capacidade de trazer a inflação de volta à meta depois de um choque. É essa crença, e não o choque em si, que explica por que a inflação esperada sobe mais, e demora muito mais para ceder, no Brasil.

Gráfico 9: Inflação Implícita 10 anos à Frente - Estados Unidos (% ao ano)

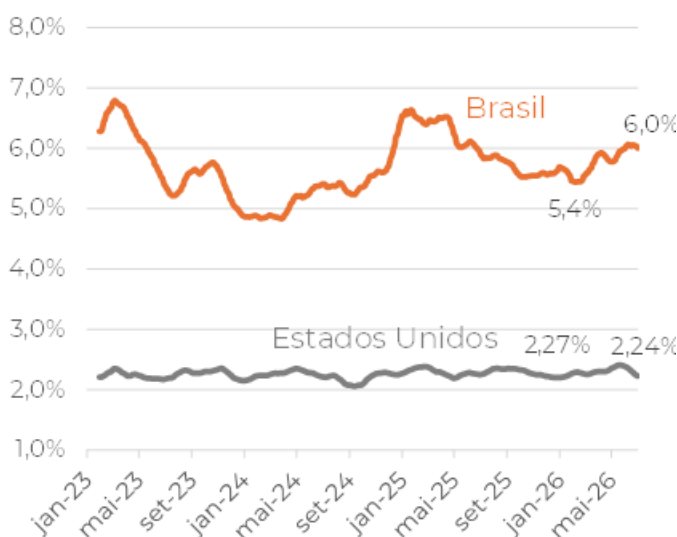
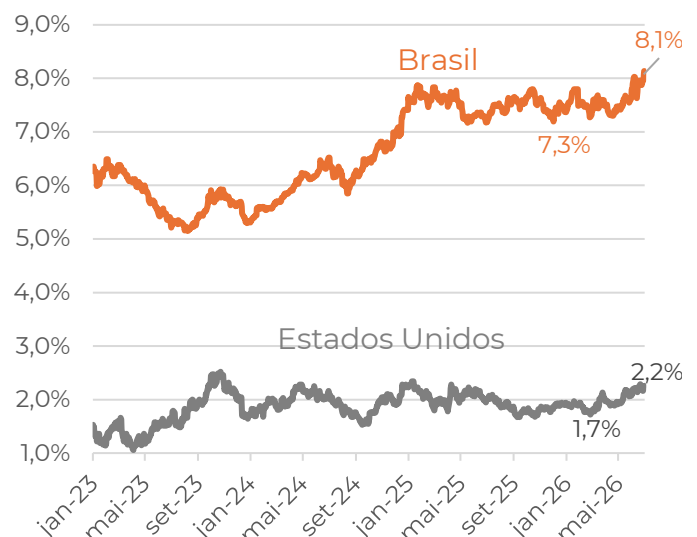


Gráfico 10: Rendimento dos Títulos Indexados à inflação – Brasil e Estados Unidos (10 anos)



Fonte: Bloomberg

Se os agentes econômicos acreditam que uma determinada meta de inflação será perseguida com grande determinação pela autoridade monetária, a tendência racional é esperar que a inflação futura convirja para essa meta. E se todos os agentes formam essa mesma expectativa, as decisões de preços, salários e contratos passam a ser tomadas de forma alinhada a essa crença. É esse fenômeno que se conhece como ancoragem de expectativas. Expectativas ancoradas facilitam, e muito, o trabalho da autoridade monetária: um choque de oferta tende a ser tratado como temporário, sem contaminar as decisões de preços para o futuro, e a política monetária não precisa reagir de forma tão agressiva para conter seus efeitos secundários.

É justamente por isso que os juros por aqui são tão altos e aumentam mais quando ocorre um choque de oferta. Isso não é resultado de fatores conjunturais, mas um conjunto de políticas enviesadas para o curtíssimo prazo que reduzem a credibilidade e custam muito caro ao país.

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.