

# Carta mensal

Março 2026

## O choque de oferta derivado da guerra no Oriente Médio

O mês passado foi marcado pelo choque de oferta causado pelo ataque conjunto dos Estados Unidos e de Israel ao Irã, que produziu uma forte elevação dos preços de energia e fertilizantes no mundo. Com isso, a cotação do barril de petróleo ultrapassou 100 dólares e se encontra atualmente próximo deste patamar<sup>1</sup>, significativamente acima do nível de 60 que era vigente antes desta guerra.

Segundo a Agência Internacional de Energia (AIE), *“O conflito, que começou em 28 de fevereiro, prejudicou significativamente o fluxo de comércio de energia pelo Estreito de Ormuz, criando a maior interrupção no fornecimento da história do mercado global de petróleo. O fornecimento global de Gás Natural Liquefeito (GNL) também foi reduzido em cerca de 20% como resultado dessa situação.”*<sup>2</sup>

Em 11 de março, os 32 países membros da AIE concordaram, por unanimidade, em disponibilizar 400 milhões de barris de petróleo de suas reservas estratégicas ao mercado. A medida visava mitigar as interrupções nos suprimentos causadas pela guerra no Oriente Médio. De acordo com dados da própria AIE, no final de janeiro de 2026, o estoque total de petróleo dos governos da OCDE era equivalente a 27,4 dias de consumo.<sup>3</sup>

Segundo estimativas da AIE, a produção global de petróleo girava em torno de 106 a 107 milhões de barris por dia (mb/d) antes da guerra, tendo caído para cerca de 98,8 mb/d agora (em março de 2026). Com a demanda global girando agora em torno de 103-105 mb/d após revisão para baixo causada pelo preço mais alto/menor crescimento/acionamento em alguns países<sup>4</sup>, estaríamos diante de um “gap” de cerca de 5% entre a oferta e demanda “subjacente”.

No primeiro e segundo choques do petróleo (final de 1973 e 1979, respectivamente), a redução na oferta global ficou entre 7% e 10%<sup>5</sup>. Assim, a disrupção que estamos observando agora foi, ao menos inicialmente, de uma escala semelhante àquela (em termos de volume retirado do mercado). No entanto, já houve rearranjos no transporte e parte da entrega está ocorrendo por fora dos registros estatísticos (com os sistemas de localização dos navios desligados). Além disso, o mundo de hoje tem mais resiliência (estoques estratégicos, diversificação de produtores, *shale oil* etc.) e a participação de setores menos intensivos no uso de energia no PIB aumentou, o que mitiga parte do impacto econômico em comparação com aquela época. Além destes atenuantes, a importância relativa do petróleo e seus derivados na cadeia energética caiu desde então.

Por outro lado, os combustíveis fósseis continuam sendo a principal fonte de energia primária do mundo e para alguns países da Europa essa dependência pode ter aumentado, uma vez que vários deles optaram por políticas de redução do uso da energia nuclear. A Alemanha desligou totalmente seus reatores em 2023, e outros países europeus ainda estão desligando, aumentando assim a dependência de gás natural e carvão importados como fontes de despacho para a rede elétrica, o que indiretamente eleva a vulnerabilidade a choques em combustíveis fósseis. Isso não aumentou diretamente a dependência de petróleo, mas sim de fósseis importados em geral. A Alemanha, por exemplo, aumentou importações de gás e carvão após 2022<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Tanto no caso do Brent (referência na Europa) como no do WTI (negociado no Texas-EUA).

<sup>2</sup> <https://www.iea.org/news/iea-launches-tracker-to-monitor-policy-responses-to-energy-market-impacts-of-middle-east-conflict>

<sup>3</sup> Os países membros da AIE detinham reservas governamentais substanciais de 1,2 bilhão de barris de petróleo no final de janeiro de 2026. Esses estoques são mantidos especificamente para uso emergencial e são de propriedade diretamente dos governos ou de agências públicas especializadas.

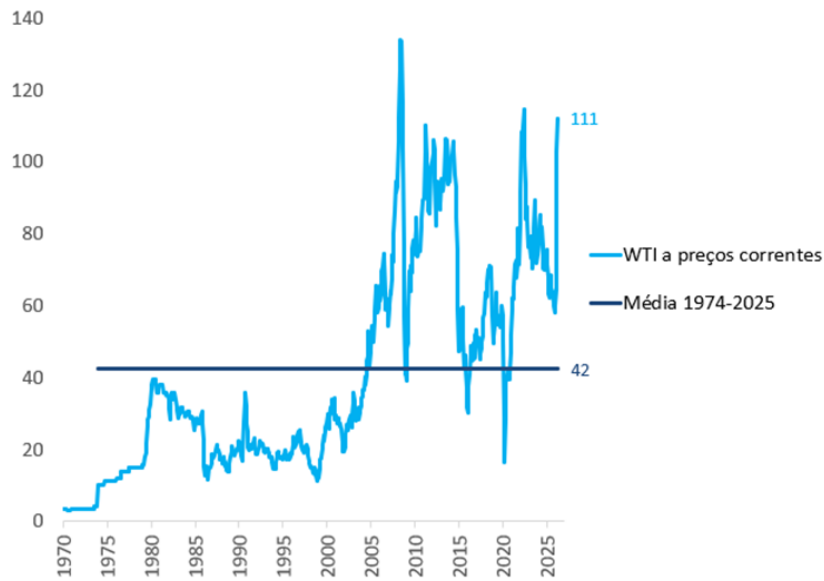
<sup>4</sup> O ritmo anterior à guerra era estimado em 107 mb/d.

<sup>5</sup> Ver <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1973-74> e <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1978-79>

<sup>6</sup> A Alemanha mudou a origem da importação. Antes dependente da Rússia, agora depende pesadamente de GNL (EUA, Catar) e carvão de outros fornecedores globais.

Quando olhamos para a cotação do barril americano desde o Primeiro Choque do Petróleo, que teve início em outubro de 1973, vemos um preço médio de 42 dólares, bem abaixo do nível atual. No início dos anos 80, o preço estava em torno destes 40 dólares.

### Barril de petróleo (WTI) em dólares americanos (USD)

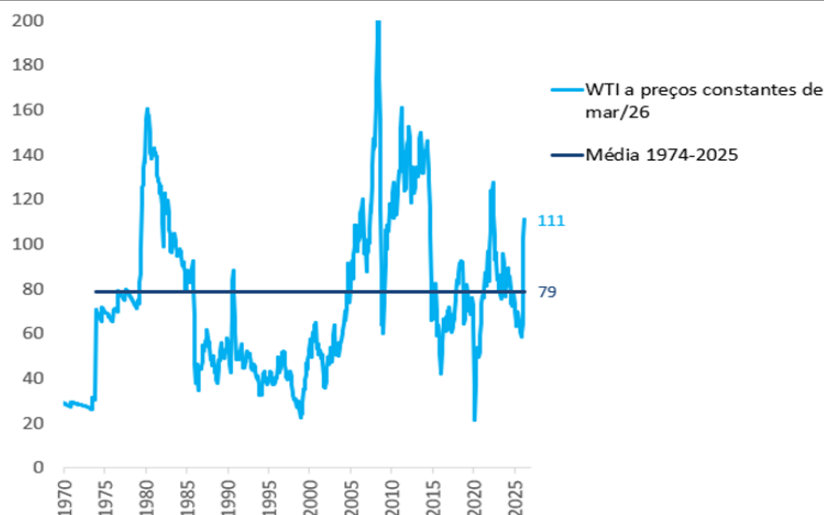


Fonte: St. Louis Fed, Adam Capital

No entanto, sabemos que 40 dólares naquela época apresentavam um poder de compra bem superior ao que esta quantia representa hoje, em vista da inflação acumulada em torno de 300%, de acordo com o índice de preços ao consumidor americano (CPI). Isso parece muito para os Estados Unidos, mas este foi o resultado de uma inflação anual ligeiramente acima de 3% ao ano (em média) durante 46 anos.

Neste caso, também é importante vermos como ficaria o gráfico acima se ajustarmos a série do preço do petróleo tomando a inflação acumulada dos Estados Unidos neste período:

### Barril de petróleo (WTI) em dólares constantes\*



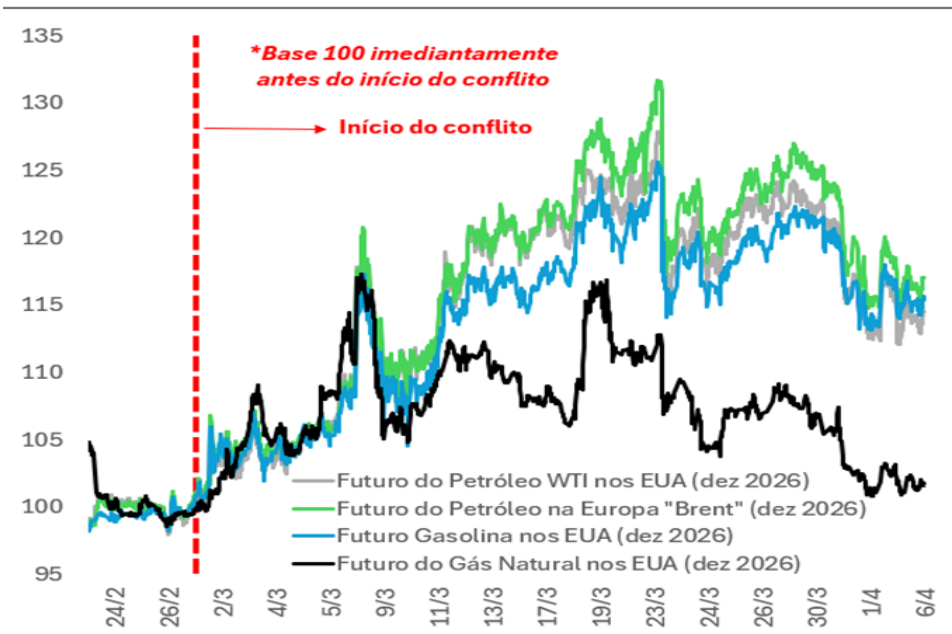
Fonte: St. Louis Fed, Adam Capital  
 \* Em USD ajustado pelo CPI



Percebe-se, por meio deste gráfico com o barril trazido a preços de hoje, que a cotação atual está mais próxima da média do preço “real”<sup>7</sup> desde 1974 do que a cotação nominal sem a correção inflacionária, mas ainda assim o nível atual supera a média histórica desde o 1º choque do petróleo em mais de 40%.

Por este e outros motivos, o mercado futuro precifica uma queda do petróleo maior do que de costume (o chamado *backwardation* ou curva invertida<sup>8</sup>). A extração de petróleo nos Estados Unidos, por exemplo, é facilmente ligada e desligada e o preço atual se encontra em um patamar muito acima do necessário para garantir a rentabilidade dos produtores americanos, que neste caso podem recorrer ao mercado futuro para venderem contratos para os próximos meses, a tempo de religarem as suas unidades produtivas para entrega física futura. Além disso, o mercado enxerga que a guerra é passageira e a capacidade produtiva e de transporte no Oriente Médio também serão retomadas. Assim, vemos que a curva futura dos contratos subiu bem menos em relação aos preços à vista e dos vencimentos curtos, conforme podemos ver no gráfico a seguir:

### Preços futuros\* de commodities para dezembro de 2026

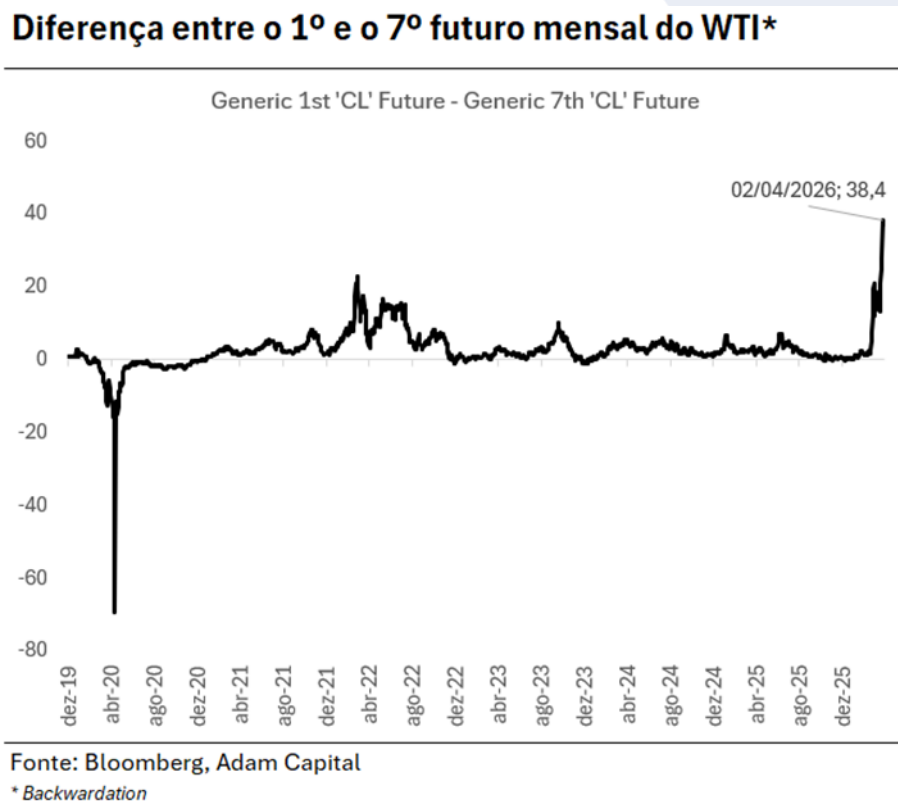


Fonte: Bloomberg, Adam Capital

<sup>7</sup> Em dólares constantes de março de 2026 (corrigido pela inflação do CPI americano).

<sup>8</sup> Diferentemente do estado normal de uma curva de commodities, onde o preço futuro é mais alto que o preço à vista devido aos custos de carregamento (armazenagem, seguro), no *backwardation* a curva está "de cabeça para baixo". A escassez de curto prazo é frequentemente usada para explicar a causa do *backwardation*, já que ele geralmente ocorre quando há uma demanda imediata muito alta ou oferta restrita no presente.

Observemos também abaixo o gráfico da relação entre o 1º vencimento do petróleo tipo WTI e o seu 7º vencimento, mostrando o problema da entrega física: ao contrário do que ocorreu no início da pandemia, quando ninguém queria receber petróleo, agora existe um déficit de entrega e ao mesmo tempo os produtores estão aproveitando para vender o petróleo futuro. **Justamente por isso, o 1º vencimento futuro do barril WTI (para entrega em 21 de abril) está quase 40 dólares mais caro que o 7º futuro (para entrega no final de outubro).**



A flexibilidade da produção americana é um ponto importante. O Fed de Dallas divulgou recentemente<sup>9</sup> a sua pesquisa (survey) junto a empresários do setor em que eles fazem a seguinte pergunta: *Qual o preço do petróleo West Texas Intermediate (WTI) necessário para que sua empresa cubra as despesas operacionais dos poços existentes?*

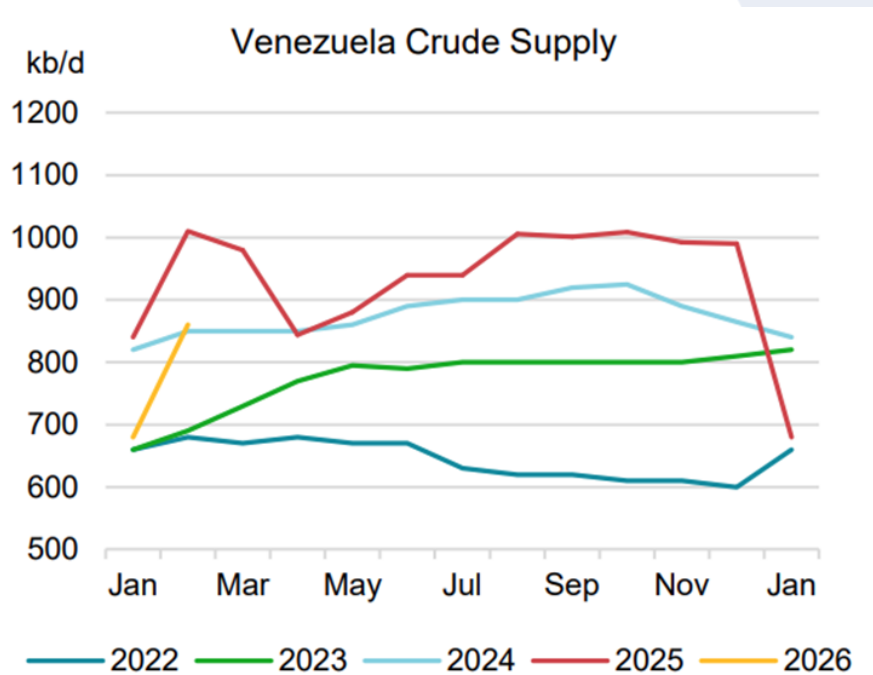
As respostas mostram um preço médio em toda a amostra de aproximadamente US\$ 43 por barril, evidenciando quão lucrativa é a extração diante dos níveis atualmente negociados no mercado futuro (o WTI para entrega em dezembro está em USD 70,8 hoje, dia 2/4/26). Em todas as regiões, o preço médio necessário para cobrir as despesas operacionais varia de US\$ 34 a US\$ 47 por barril. Absolutamente todos os entrevistados responderam que conseguem cobrir as despesas operacionais dos poços existentes aos preços atuais.

Uma outra pergunta importante desta pesquisa é **qual o preço do petróleo WTI necessário para que sua empresa perfure um novo poço de forma lucrativa? Para toda a amostra, as empresas precisam, em média, de US\$ 66 por barril para perfurar de forma lucrativa.** Em todas as regiões, os preços médios de equilíbrio para perfurar de forma lucrativa variam de US\$ 62 a US\$ 70 por barril. Grandes empresas (com produção de petróleo bruto de 10.000 barris por dia ou mais a partir do quarto trimestre de 2025) precisam de um preço de US\$ 59 por barril para perfurar de forma lucrativa, com base na média das respostas das empresas. Em comparação, para pequenas empresas (menos de 10.000 barris por dia), o valor é de US\$ 68.

<sup>9</sup> <https://www.dallasfed.org/research/surveys/des/2026/2601#tab-questions>

Além do provável aumento da produção americana, o consenso das expectativas é de que a produção e escoamento no Oriente Médio começará a ser normalizado rapidamente nos próximos meses. No contexto atual (abril de 2026), com o Estreito de Ormuz ainda sob bloqueio parcial e com baixa disposição dos transportadores e das seguradoras de bancarem o risco das viagens, a confiança nessas projeções deve ser vista com algum grau de ceticismo, ao menos para o curto prazo.

Alívios de curto prazo vindos da Venezuela também são pouco prováveis, em vista das dificuldades naturais para repor anos de destruição causados pelo socialismo naquele país. A produção lá até aumentou em fevereiro, mas a escala ainda é muito pequena:

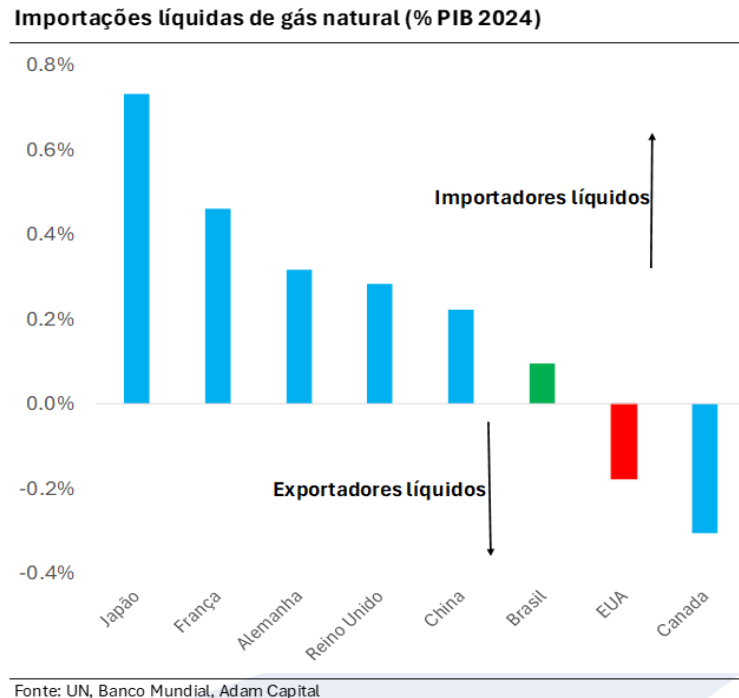
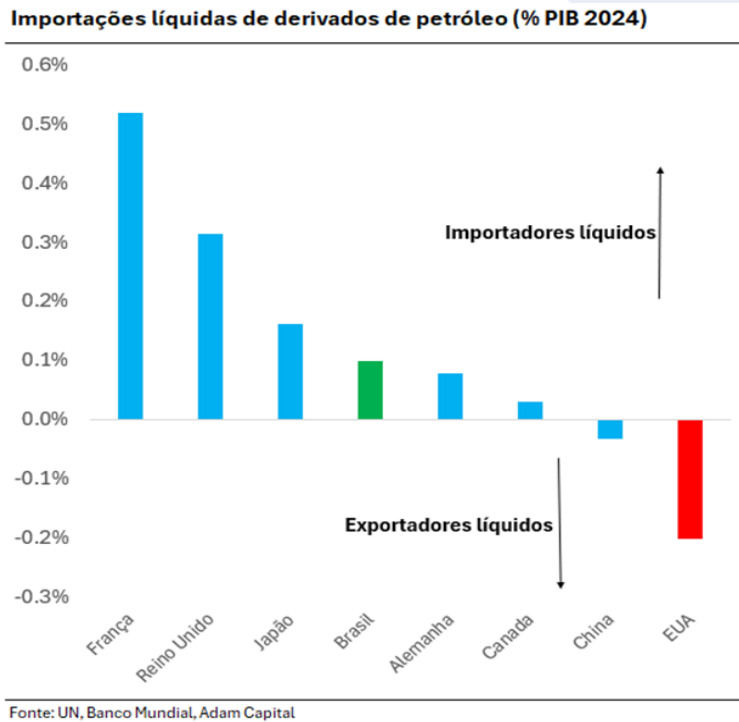


Fonte: IEA<sup>10</sup>

**Um outro problema – principalmente para os países importadores líquidos de derivados - é que o fim da guerra não implica normalização rápida dos preços do petróleo e muito menos em normalização dos preços dos derivados de petróleo, já que boa parte da infraestrutura das refinarias da região foi destruída pelos ataques de ambos os lados no Oriente Médio e, mesmo antes deste novo conflito, a Ucrânia já estava dizimando parte relevante das refinarias russas.**

<sup>10</sup> [https://iea.blob.core.windows.net/assets/a25ddf53-cd6c-4910-ac90-16bfd28399e7/12MAR2026\\_OilMarketReport.pdf](https://iea.blob.core.windows.net/assets/a25ddf53-cd6c-4910-ac90-16bfd28399e7/12MAR2026_OilMarketReport.pdf)

O ponto mais relevante, contudo, é que mesmo que os preços futuros estivessem muito mais pressionados, os Estados Unidos são ganhadores dessa alta porque são grandes produtores de energia e autossuficientes em petróleo, derivados e gás. Além disso, para o setor de tecnologia, o preço do petróleo é pouco relevante, representando cerca de 10% do custo da indústria de semicondutores e muito menos que isso para o consumidor final do setor de inteligência artificial.



## O risco de inépcia dos bancos centrais ao choque de oferta

O risco inflacionário é significativamente maior nas economias mais dependentes da importação de derivados, como é o caso do Leste Asiático, Oceania, Europa e Brasil. Nestas geografias, incluindo a China, o coeficiente de importação líquida de petróleo é elevado. Um agravante da Europa e do Brasil é o baixo crescimento da produtividade e o mercado de trabalho aquecido, o que tende a acentuar os impactos secundários do choque sobre os núcleos de inflação.

Os banqueiros centrais, por sua vez, estão mostrando reações assimétricas diante do choque de oferta, mas de uma forma geral parece haver uma preferência por estratégias de acomodação do choque primário sobre a inflação cheia ou mesmo dos efeitos secundários sobre os núcleos da inflação, evitando-se ou adiando uma abordagem de subida das taxas de juros, agindo de forma semelhante à postura que adotaram diante dos choques do petróleo dos anos 70 e que culminou em forte aceleração da inflação e do desemprego, seguida da nomeação de Paul Volker, conforme podemos ler nos próprios registros públicos do Fed a este respeito:

*“Through early 1978, the Federal Reserve had maintained a highly accommodative stance of monetary policy, hoping to combat rising unemployment. Ultimately, though, the policies showed little success in stifling the deterioration in the unemployment rate and likely fostered an environment that allowed the rising energy prices to be transmitted into more general inflation. Consumer inflation, which had already begun to accelerate in the United States, continued to rise - from below 5 percent in early 1976 to nearly 7 percent by March 1979. By that time, unease among members of the Federal Open Market Committee (FOMC) that inflation could continue to rise was growing. Records from the meeting of the FOMC on February 28, 1978, indicate that “considerable concern was expressed that the rate of inflation might accelerate significantly as the year progressed [and could] pose difficult questions concerning the appropriate role of monetary policy.” Nevertheless, the committee voted unanimously to keep the policy rate unchanged.*

*Despite increasing concern among the public and members of the FOMC about the declining value of the dollar and rising pace of inflation, the committee remained hesitant to raise interest rates too aggressively, fearful of stifling fragile economic growth. The Fed raised the federal funds rate from 6.9 percent in April 1978 to 10 percent by the end of the year. The increase was a clear move to try to curb rising inflation. However, modern economic historians now see the increases as timid and insufficient to stem a surge in inflationary pressure, which had already become entrenched in the American psyche and economy. Twelve-month consumer price index inflation rose to 9 percent by the end of 1979.*

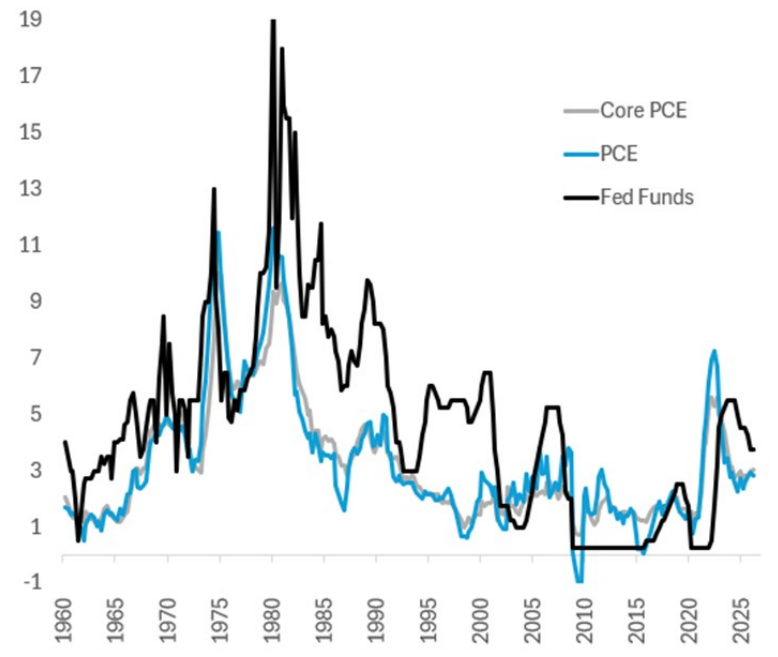
*The Carter administration's decision to appoint Paul Volcker as Fed chairman in August 1979 was a strong endorsement of using more aggressive monetary policy to try to break inflation's stranglehold on the US economy. As the president of the Federal Reserve Bank of New York, Volcker had been an outspoken proponent of using monetary policy to combat rising inflation.<sup>11</sup>”*

Nos Estados Unidos, mesmo antes da guerra, a projeção para o núcleo da inflação medida pelo PCE já estava subindo por fatores como o encarecimento de memória e seu consequente impacto na inflação de bens. Àquela altura, já parecia provável que fecharia este ano acima de 3%. Agora, ainda que o choque de oferta seja menos intenso nos EUA em relação a outras 9 maiores economias, não seria absurdo vermos o núcleo do PCE subindo além de 3,5% na comparação anual, mesmo contando com o efeito deflacionário produzido pelo aumento da produtividade via IA<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Fonte: <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1978-79>

<sup>12</sup> Segundo declarações recentes e estudos do próprio Fed, a taxa de geração de empregos nos últimos meses tem ficado em patamar acima do nível considerado neutro para a taxa de desemprego, que assim poderia seguir estável em patamar historicamente baixo ou até mesmo caindo.

## Inflação e taxa de juros nos EUA (%)

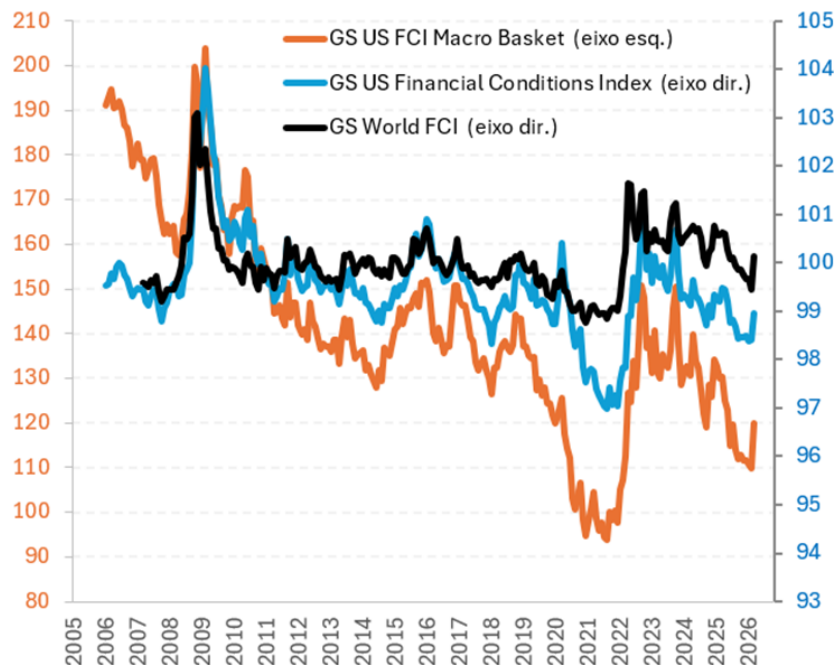


Fonte: FED, BCB, Adam Capital

Os dados têm mostrado que a taxa de desemprego está em patamares historicamente baixos neste início de ano na quase totalidade das economias relevantes do G-20, com exceção da China, onde os dados são pouco confiáveis.

Por outro lado, o “estresse” causado pela queda das bolsas e pelos temores de crédito também se mostraram insuficientes – até aqui – para produzir uma alta significativa do indicador de condições financeiras globais, conforme podemos observar no gráfico a seguir.

## Índice de Condições Financeiras (Goldman Sachs)



Fonte: BBG, Adam Capital.

## A crítica à política monetária no Brasil

**Observamos atualmente uma desconexão preocupante entre a precificação de ativos e as nossas projeções inflacionárias de curto e longo prazos.** Embora boa parte do mercado mantenha a tese de que o caminho correto é o corte de juros, nem mesmo os modelos do consenso de mercado apresentam um IPCA de 12 meses abaixo dos níveis atuais, nem para 2026, nem para 2027. Pelo contrário: as projeções indicam uma aceleração inflacionária sistemática até o final deste ano (e já indicavam isso antes da eclosão do recente conflito no Oriente Médio).

**É fundamental ressaltar, portanto, que essa nossa visão de cautela já era válida antes mesmo da recente escalada do petróleo.** Os fundamentos para o ceticismo permanecem os mesmos que temos levantado consistentemente: a pressão de gastos fiscais em pleno ano eleitoral, a persistência de políticas de crédito expansionistas e uma inflação de serviços muito elevada e que se recusa a ceder. O choque energético atual apenas expõe e acelera as fragilidades de um cenário que já apresentava sinais de desequilíbrio.

Há também o agravante das interferências governamentais na formação de preços dos derivativos. A forte queda das importações em março é reflexo direto desse controle de preços domésticos, que desestimula ou inviabiliza as compras externas. **Segundo nossas estimativas, esse cenário faz com que o estoque atual de diesel seja suficiente para apenas 60 a 70 dias de consumo, mesmo já computada a produção local.**

**Trata-se, portanto, de um risco muito elevado de desabastecimento local que poderia complicar bastante o cenário para o frete e os preços dos alimentos,** que já sofrem diante do aumento de preço dos fertilizantes (também causado pela interrupção de oferta no Oriente Médio).

**Nesse contexto, a estratégia de cortes de juros diante de uma inflação que se projeta em trajetória ascendente configura um erro de leitura de ciclo, em nossa visão.**

Em termos da nossa estratégia de investimentos, diante do cenário exposto, temos as seguintes posições:

Comprados: Setor de tecnologia americano (Nasdaq) e dólar (contra Real e Euro);

- Vendidos: Bolsas alemã e brasileira;
- Tomados: Juros e inflação locais (Brasil).



CONHEÇA OS  
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM  
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM  
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM  
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA PREV**

[saiba mais](#)

## Contato

[comercial@adamcapital.com.br](mailto:comercial@adamcapital.com.br)



### **ADAM Capital**

Rua Dias Ferreira, 190 – sala 502 – Leblon  
Rio de Janeiro, Brazil – CEP 22431-050  
+55 21 3993-7000

[www.adamcapital.com.br](http://www.adamcapital.com.br)