

Confronto dos gigantes do comércio global: impactos para o Brasil

Grãos e proteína animal no Brasil são os claros vencedores das tensões comerciais entre EUA e China

A escalada das tensões comerciais entre os EUA e a China pode remodelar significativamente os fluxos de comércio de produtos agrícolas no mercado global. Com tarifas elevadas já em vigor — 145% sobre as importações dos EUA vindas da China e 84% sobre as importações chinesas de produtos americanos — acreditamos que o comércio bilateral entre países, no que se refere a commodities agrícolas e proteína animal, caminhe para praticamente zero. Isso abre uma oportunidade para o Brasil. Como já discutimos anteriormente, EUA e Brasil são os dois principais produtores e exportadores globais de grãos e proteínas. Com a China precisando garantir fornecedores alternativos, o Brasil se destaca como o substituto mais natural e capacitado.

Volume é um jogo de soma zero; preços irão se ajustar

O comércio global de commodities agrícolas segue princípios econômicos clássicos: volumes de curto prazo funcionam como um jogo de soma zero — a oferta é inelástica no curtíssimo prazo, e os produtos serão vendidos para alguém, em algum lugar. A variável-chave é o preço. A teoria econômica sugere impactos opostos para os países importadores e exportadores. Neste cenário, exportadores como os EUA precisarão redirecionar seus volumes para novos mercados ou absorvê-los domesticamente, pressionando para baixo os preços realizados. Já os importadores, como a China, terão que buscar novas fontes de suprimento e poderão precisar pagar mais, elevando os preços de aquisição. Dito isso, o tamanho e o tempo desses efeitos variam conforme a dinâmica específica de cada produto e a flexibilidade do mercado. Veja o gráfico 1 na página 3 para uma explicação mais detalhada.

A importância do fluxo comercial entre EUA e China

Os EUA são grandes exportadores globais de carnes e grãos, enquanto a China figura entre os principais importadores. O impacto desse “embargo comercial” varia para cada commodity. A soja é, possivelmente, a mais afetada, com o fluxo EUA-China representando 15% do comércio global. O comércio de milho entre os dois países já foi mais relevante, mas caiu consideravelmente nos últimos dois anos, representando agora apenas 1,8% do comércio global — ante uma média de 10% em 2021–2022. No caso do algodão, a participação foi de 1,5% do total global nos últimos dois anos. Quanto às proteínas, o frango é o item com maior representatividade, com 2,2% do comércio global realizado entre os dois países, seguido por 1,5% para carne suína e 1,3% para carne bovina. Em relação ao maior o volume comercializado, maior o impacto nos preços para outros parceiros comerciais, como o Brasil.

Analistas

Thiago Duarte

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Guilherme Guttilla

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Gustavo Fabris

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Produtores dos EUA pagarão o preço; brasileiros vão ganhar, mas não é uma panaceia

Tentar estimar o que há pela frente é uma tarefa difícil. A situação é muito fluida, com tarifas sendo aplicadas e retiradas rapidamente. Ainda assim, é possível aprender com o que já aconteceu e tentar ter uma noção melhor do que esperar. Um bom paralelo é a última guerra comercial, em 2018, na qual os produtores americanos arcaram com a maioria do impacto. Isso fica claro ao observarmos os preços da soja nos EUA e no Brasil naquele período. A diferença de preço recebida pelos produtores dos dois países aumentou significativamente. No fim das contas, as tarifas foram majoritariamente absorvidas pelos produtores dos EUA, enquanto os brasileiros provavelmente receberam um pequeno prêmio (veja o gráfico 2). O fato do comércio entre EUA e China já vir desacelerando desde 2018, indica que o impacto atual será perceptível, mas está longe de representar uma panaceia para os produtores brasileiros de grãos e proteínas animais.

Agora, vamos ao micro... os setores de alimentos & bebidas e agronegócio devem se beneficiar, mas em momentos distintos

Como substituto natural das exportações dos EUA para a China, o agronegócio e os produtores de proteína do Brasil tendem a se beneficiar dessa nova dinâmica do comércio global — embora a intensidade e o timing dos ganhos variem entre os segmentos.

No curto prazo, as empresas de proteína devem ser as principais vencedoras. O redirecionamento de volumes para a China pode elevar os preços médios, especialmente considerando que o país costuma pagar um prêmio por cortes menos nobres, como pés e coxas de frango, dianteiro bovino, além de soja e milho. Nesse cenário, as margens dos produtores de grãos tenderiam a ter um leve benefício. Já as margens das proteínas também poderiam melhorar, embora isso deva ser ao menos parcialmente compensado pelo aumento no custo dos grãos. Como a soja é o mercado em que o comércio EUA-China representa maior parcela do fluxo global, o impacto positivo nos preços da soja brasileira no curto prazo pode ser mais relevante do que em outras commodities.

SLC, Minerva e BRF estão entre os nomes mais bem posicionados para capturar esses aumentos de receita no curto prazo dentro da nossa cobertura. Ainda assim, vale destacar que o fluxo comercial de proteínas entre EUA e China representa uma fração pequena do mercado global, o que limita a expectativa de alta relevante nos preços médios. A JBS, por sua vez, apresenta um cenário mais complexo: suas exportações de frango dos EUA podem sofrer pressão sobre preços, mas isso pode ser compensado por custos menores de grãos. No Brasil, Seara tende a se beneficiar de forma semelhante à BRF. Em suma, vemos o impacto de curto prazo sobre a JBS como neutro.

No médio prazo, a dinâmica muda. Com a queda na rentabilidade dos produtores americanos, os incentivos ao plantio podem enfraquecer, levando à redução da oferta global e, eventualmente, a preços mais elevados. Isso seria positivo para produtores agrícolas brasileiros — como a SLC — enquanto os produtores de proteína poderiam começar a sentir mais pressão nas margens devido ao aumento dos custos dos insumos.

No longo prazo, se o Brasil assumir o espaço deixado pelos EUA como fornecedor estrutural, os volumes domésticos devem crescer. Ainda que os preços se normalizem com o tempo, empresas como a SLC ainda se beneficiariam de maior escala e relevância global.

Conclusão: Acreditamos que os produtores de proteína podem ter “ventos favoráveis” moderados no curto prazo, mas, se a guerra comercial se prolongar, os maiores vencedores deverão ser os produtores de grãos brasileiros. **Em nossa visão, a SLC se destaca como a beneficiária estrutural mais clara.**

Tabela 1: Fluxo comercial EUA-China como % do volume de comércio global

EUA-China como % do volume de comércio global	2020	2021	2022	2023	2024	Média 5 anos	Média 2 anos
Soja	20,7%	17,7%	17,6%	14,9%	15,0%	17,2%	14,9%
Milho	3,9%	10,1%	9,3%	2,8%	0,8%	5,4%	1,8%
Algodão	2,0%	1,8%	2,0%	1,6%	1,4%	1,8%	1,5%
Frango	4,0%	3,5%	4,6%	3,0%	1,3%	3,3%	2,2%
Carne bovina	0,3%	1,6%	1,7%	1,4%	1,2%	1,2%	1,3%
Carne suína	5,8%	3,2%	1,8%	1,6%	1,4%	2,8%	1,5%

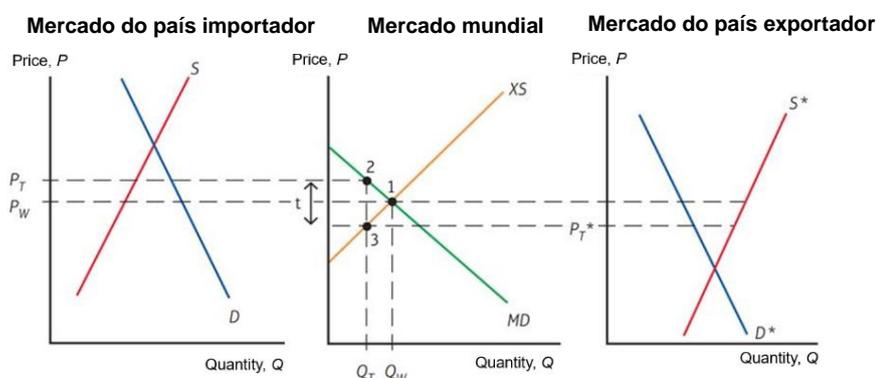
Fonte: USDA/BTG Pactual

Tabela 2: Exportações brasileiras como % do comércio global (ex-US)

Brasil como % do comércio global (ex-EUA)	2020	2021	2022	2023	2024	Média 5 anos	Média 2 anos
Soja	89,3%	93,1%	74,8%	83,0%	81,5%	84,3%	82,3%
Milho	29,1%	20,7%	44,5%	38,8%	35,1%	33,6%	36,9%
Algodão	31,7%	32,1%	39,8%	23,5%	41,0%	33,6%	32,2%
Frango	42,9%	45,3%	46,6%	50,0%	49,3%	46,8%	49,6%
Carne bovina	16,8%	15,2%	18,5%	18,1%	21,2%	18,0%	19,7%
Carne suína	8,8%	10,1%	11,2%	13,7%	14,7%	11,7%	14,2%

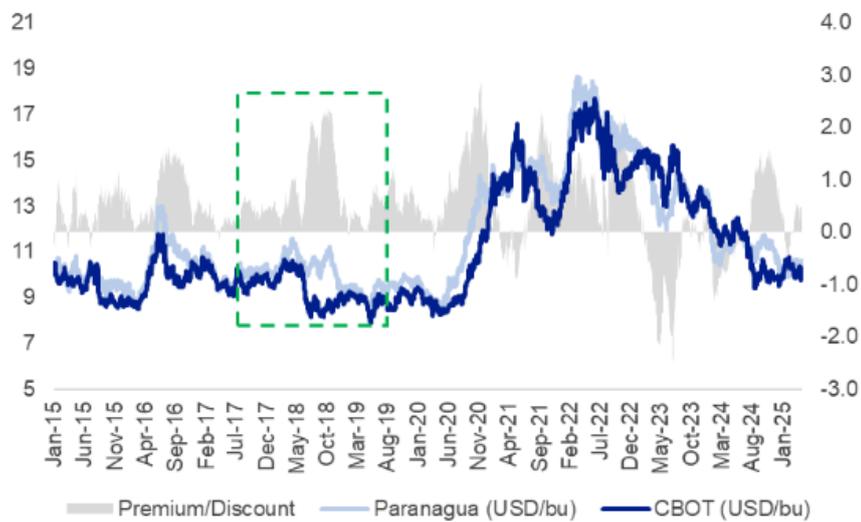
Fonte: USDA/Secex/BTG Pactual

Gráfico 1: Uma tarifa de importação tende a deslocar o preço de equilíbrio sob condições de livre mercado (P_w), elevando os preços no país importador (para P_t) e reduzindo os preços no país exportador (para P_t^*); o fluxo comercial entre esses países também deve diminuir (do equilíbrio de mercado livre Q_w para Q_t), o que, neste caso, significa que, se a produção dos EUA permanecer inalterada, os volumes deverão ser redirecionados para outros mercados.



Fonte: Krugman, Obstfeld & Melitz (2015) – International Economics

Gráfico 2: A diferença de preços da soja se ampliou na última guerra comercial, com os produtores dos EUA absorvendo as tarifas e o Brasil capturando um pequeno prêmio.



Fonte: Bloomberg/BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório. Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx