

## Commodities – Compasso da Semana

---

### 1. Cúpula Xi-Trump, decepção comercial e reversão de sentimento

**Expectativas x entregáveis:** a semana passada foi marcada pela decepção do mercado de grãos com a cúpula Xi-Trump em Pequim, que não trouxe compromissos concretos de compras adicionais de commodities agrícolas pela China para além dos 25 milhões de toneladas de soja/ano – conforme o compromisso fechado em Busan, em outubro de 2025.

Escrevemos na última quinta-feira sobre a reação do mercado, que conduziu a quedas de ~3% na soja, milho e trigo em Chicago (vide anexo). Naquele momento, reiteramos nosso *call* comprado em grãos, entendendo as quedas como uma oportunidade de entrada.

Ressaltamos que, ainda na semana passada, o Secretário do Tesouro Scott Bessent reiterara que a questão da soja estava “resolvida”, sugerindo maior confiança da administração americana na execução do compromisso – o que, por si só, deveria surtir efeito positivo sobre o mercado. Sabemos do histórico chinês em frustrar compromissos, mas lemos a relação atual entre China e EUA sob uma óptica mais construtiva do que em 2017, na qual o agro figura como um *buffer* de estabilização diplomática da maior importância. Além disso, o representante comercial norte-americano Jamieson Greer e o próprio presidente Trump sustentaram o tom otimista sobre compras bilionárias agregadas no agro (não só soja) nos próximos anos.

**Virada de sentimento:** a reversão veio no final de semana, com a Casa Branca anunciando o compromisso de novas compras chinesas de, ao menos, US\$ 17 bilhões/ano em produtos agrícolas dos EUA em 2026, 2027 e 2028 – para além do compromisso já fechado em torno da soja. No fechamento de hoje, Chicago anotou altas de 3% na soja e 5% no milho e no trigo.

No mais, a permanência do fechamento efetivo do Estreito de Hormuz, no contexto da guerra com o Irã, mantém o petróleo elevado e reforça o interesse especulativo em milho e soja como *proxies* de biocombustíveis, com fundos potencialmente aumentando posições no complexo agrícola – hipótese a ser confirmada nesta sexta-feira, com a divulgação do próximo relatório CFTC de comitentes, com data de referência em 19/05. Na última divulgação, com data de referência em 12/05, os especuladores haviam diminuído em mais de 5k contratos sua posição net-comprada em soja; diminuído mais de 49k contratos sua posição net-comprada em milho; e aumentado em mais de 9k contratos sua posição net-vendida em trigo; vide anexo para maiores detalhes).

### 2. El Niño cada vez mais provável entre maio e julho

**Consolidação de El Niño no 2º semestre:** o NOAA/CPC atribui 82% de chance de instalação do padrão de El Niño entre maio e julho de 2026, probabilidade que sobe para 91% no trimestre junho-agosto, com cerca de dois terços de chance de um evento forte ou muito forte – *i.e.*: águas do Pacífico cerca de 2°C acima da média entre novembro e janeiro – e 96% de chance de

persistência pelo menos até o início de 2027 – um ciclo potencialmente mais longo, sem que “mais forte” signifique necessariamente impactos extremos atípicos, mas sim maior probabilidade dos efeitos habituais do fenômeno.

Nos EUA, o padrão típico aponta mais chuva no Midwest e em partes do Oeste no verão, com períodos estendidos de tempo seco do Golfo à Costa Leste, intercalados com pancadas intensas pontuais. No Brasil, o Sul tende a ser a região mais exposta: o El Niño favorece o transporte de umidade para Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná, sustenta sistemas de baixa pressão e aumenta o risco de tempestades e inundações – o Inmet já indica maior probabilidade de chuvas acima da média no RS no trimestre maio-julho de 2026 – enquanto Norte e Nordeste costumam registrar precipitação abaixo da média nesses episódios, com implicações relevantes para agricultura, pecuária e logística. No Centro-Oeste brasileiro, o El Niño está associado a temperaturas acima da média, irregularidade das chuvas, veranicos mais frequentes ou intensos e estresse hídrico localizado.

### 3. Deterioração do cenário macro adiante

**Reflação e juros altos por mais tempo:** o cenário macro da semana se deteriorou de forma visível com a combinação de choque de energia e inflação que volta a preocupar mercados e autoridades: nos EUA, o CPI de abril subiu 0,6% m/m e 3,8% a/a (maior em três anos), enquanto o PPI avançou 1,4% m/m e 6% a/a (maior salto anual desde dez/2022).

A reprecificação das curvas de juros foi global e agressiva: o título do Tesouro americano de 10 anos (US10Y) atingiu patamar mais alto em um ano, com expectativas de cortes do FED esmaecendo e a discussão de uma alta a partir de dezembro ganhando contornos de cenário-base; o US30Y tocou máximas de 2023, ultrapassando a marca dos 5%. No Japão, *yields* longos também subiram de forma intensa (JGB30Y), com forte movimento de abertura, ultrapassando os 4% e atingindo máximas desde 1999. Na China, os juros domésticos permanecem relativamente mais contidos – levantando dúvidas sobre se a “reflação” global está de fato chegando à economia chinesa.

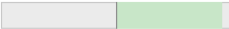
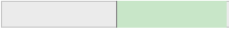
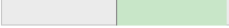
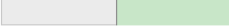
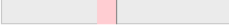
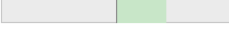
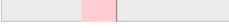
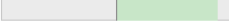
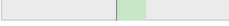
Comentários de Trump sugerindo pouca urgência em reabrir o Hormuz reforçaram a percepção de bloqueio prolongado e alimentaram a desancoragem nos *yields* das principais economias, com Ásia liderando a reprecificação; o dólar-índice (DXY) emendou 4 sessões de alta, antes de recuar no dia de hoje. O S&P anotou a pior sessão desde fim de março e o ambiente ficou hostil a ativos de risco, especialmente no universo de tech/AI. Em síntese: enquanto a inflação reacende, as curvas longas de juros sobem, o dólar fortalece na margem e o mercado passa a precificar maior persistência do choque energético.

### 4. Tabela da semana:

Apesar do desmonte de posições compradas nos mercados agrícolas na semana passada, os fundos especulativos ainda seguem otimistas com o complexo de grãos quando se compara o posicionamento atual à série histórica de 52 semanas (vide “Intensidade do Posicionamento”). Apesar de “esticado”, o posicionamento no complexo-soja e no milho ainda pode avançar ao longo da atual campanha, conforme os especuladores encontrem pontos de entrada nos *shorts* (produtores aproveitando novas altas para travar preço via venda de futuros) e os balanços de

O&D venham a se estreitar. O risco está em que o posicionamento mais “esticado” amplifique os movimentos de preço – que estes sejam de alta ou de baixa.

### Posicionamento especulativo nas bolsas americanas: sentimento segue *bullish*:

Commodity	Posição Líquida	Δ Sem.	L/S Ratio	Intensidade do Posicionamento
Soja CBOT	+208.023	-5.491	7.8	 90%
Farelo de Soja CBOT	+116.163	+3.927	4.4	 94%
Óleo de Soja CBOT	+159.537	-7.422	9.1	 94%
Milho CBOT	+295.620	-49.021	3.4	 98%
Trigo CBOT	-18.484	-9.451	0.8	 17%
Café ICE	+30.370	-4.473	2.8	 42%
Açúcar ICE	-95.571	+15.986	0.6	 31%
Boi Gordo CME	+128.954	-9.064	9.9	 87%
Boi Magro CME	+17.909	-2.612	2.9	 25%

Fonte: CFTC e BTG Pactual. Data de referência: 12/05/2026.

#### Jean Miranda

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.

#### Vitor Novaes

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.

[Analise.Commodities@btgpactual.com](mailto:Analise.Commodities@btgpactual.com)

#### Disclaimer

O conteúdo desse material não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do Banco BTG Pactual S.A. (“BTG Pactual”). As informações desse material refletem as condições mercadológicas na sua respectiva data de divulgação, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. O BTG não assume que os investidores vão obter lucros, nem se responsabiliza pelas perdas. As informações contidas neste e-mail não podem ser consideradas como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco (“Suitability”). Para os disclaimers legais acesse: <https://content.btgpactual.com/research/home/commodities> e clique em “Regulamentação”.