

Commodities – Compasso da Semana

1. WASDE de junho, não-evento; mais importante será o relatório de área de 30/06

Balanço EUA: o relatório WASDE de junho do USDA tende a ser pouco disruptivo para o mercado porque os *yields* de milho e soja só costumam ser revisados de forma relevante a partir do relatório de agosto, quando pesquisas do NASS e dados de satélite permitem ajustes concretos; até lá, o USDA segue com o *yield* tendencial – especialmente na ausência de um clima suficientemente adverso para mudar a perspectiva tão cedo na campanha. No balanço corrente de soja, o USDA cortou exportações norte-americanas em 20 milhões de bushels – um movimento um pouco prematuro – e elevou o esmagamento no mesmo volume, com margens de *crush* excepcionais (próximas a US\$ 4/bu), impulsionadas pelo agressivo programa de biocombustíveis nos EUA; ainda vemos espaço para novas revisões altistas no nível de esmagamento. No milho, o USDA reduziu o uso para etanol em 25 milhões de bushels devido a maior eficiência produtiva (mais etanol com menos milho), tendência que deve se repetir nos próximos meses, enquanto exportações subiram 25 milhões de bushels com espaço para mais: as inspeções acumuladas no ano comercial já superam em cerca de 200 milhões de bushels o ritmo sazonal necessário para atingir a meta recorde da USDA.

Balanço global: a maior surpresa do WASDE veio na ponta global, com produção de milho corrente subindo 14 milhões de toneladas métricas (+2M Argentina, +3M Brasil – levando a safra brasileira a 138M, revisão considerada agressiva – e quase +9 M Índia). A Índia já atingiu a meta de 20% de etanol na gasolina antes de 2030, com etanol à base de milho passando a representar cerca de 40% do mercado e crescendo rapidamente, enquanto o etanol à base de açúcar perde peso relativo. No Brasil, a mistura de etanol deve superar 30%, possivelmente 32%, com parcela crescente à base de milho; o excedente de produção tende a ser absorvido domesticamente para etanol, não como saldo exportável. Esse arranjo explica por que os EUA permanecem como principal exportador com crescimento estável ano a ano, enquanto Argentina e Brasil exportam, mas não lideram o incremento de oferta disponível ao comércio internacional.

Relatório de área plantada (30/06): o relatório “*Acreage*” é o próximo catalisador de calendário nos mercados agrícolas. Esperamos alguma migração de área do milho para a soja, mas não em magnitude suficiente para mudar o *momentum* negativo de preços para o milho em Chicago; também não consideramos que aumentos na área de soja conduzam a incrementos materiais nos estoques finais. Portanto, para além do clima, o relatório final de área é que deve fazer algum preço em Chicago por ora – qualquer coisa além disso não está sendo operado no momento. Por exemplo, o compromisso chinês de comprar 25M de toneladas de soja americana – cujo *book* ainda não foi aberto –, se ocorrer, deverá aparecer apenas no 3T26, não atuando, portanto, como *driver* de preço agora.

2. Ormuz: entre o *headline* político e a normalização física

Antes da abertura, a sangria: antes mesmo do anúncio de acordo entre Irã-EUA, evidências de mercado apontavam para uma reabertura parcial do estreito, com aumento gradual do fluxo de petróleo bruto, inclusive por meio de operações da chamada *shadow fleet* e transferências *ship-to-ship* (STS). Estimativas da Sparta Commodities indicam que cerca de 3,5-4,0 milhões bpd já transitavam pela região pré-anúncio do acordo, volume significativamente superior ao observado há poucas semanas. O avanço dos embarques foi acompanhado por novos *tenders* da ADNOC, ofertas de petróleo kuwaitiano para a Ásia e maior disposição dos agentes em realizar operações logísticas em Fujairah, fatores que contribuíram para reduzir a percepção de escassez imediata no mercado. Do ponto de vista geopolítico, é provável que a retomada gradual dos fluxos vinha enfraquecendo a capacidade do Irã de utilizar o bloqueio de Ormuz como instrumento de pressão nas negociações com os EUA. A avaliação predominante é que Washington se beneficia do aumento do trânsito de petróleo sem a necessidade de anunciar formalmente uma reabertura, preservando a pressão militar e diplomática sobre Teerã enquanto reduz os riscos de disrupção para o mercado global de energia. Agora, com um acordo na mesa, o ponto de atenção se volta à aceleração (ou não) dos fluxos a partir de 19/06.

Headline x realidade: embora a melhora do ambiente geopolítico tenda a reduzir os prêmios de risco incorporados aos preços do petróleo, a recomposição da cadeia física de abastecimento deve ocorrer com defasagens relevantes. A normalização envolve não apenas a passagem de navios, mas também a reorganização logística dos portos, a retomada da produção nos campos, o reabastecimento de refinarias e a recomposição dos fluxos comerciais globais, processo que pode levar várias semanas ou mesmo meses. Nesse contexto, a abertura oficial de Ormuz representa um importante catalisador para o sentimento do mercado, mas não implica um retorno imediato às condições pré-crise, mantendo-se riscos associados à capacidade operacional da região, à disponibilidade de seguros marítimos e à possibilidade de novas tensões geopolíticas. Vide no gráfico da semana o exemplo do Estreito de Bab el-Mandeb.

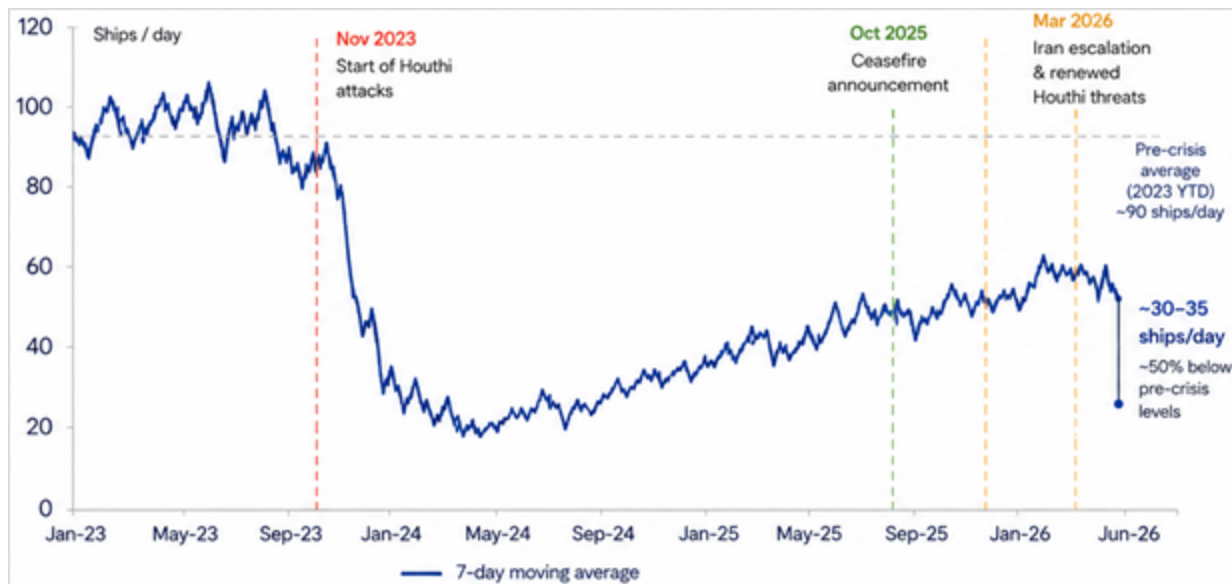
3. Mais pressão dos fundos sobre os futuros agrícolas em Chicago

Desmontes no complexo de grãos: na última atualização do CFTC para o posicionamento dos comitentes em bolsas americanas (data ref.: 09/06), os especuladores conduziram novos (e agressivos) desmontes nas posições compradas em soja e milho: no caso da oleaginosa, os especuladores reduziram seu posicionamento líquido em 58k contratos, agora em +98k contratos, equivalente à mediana dos posicionamentos semanais nos últimos 12 meses; no caso do milho, o desmonte foi da ordem de 121k contratos, levando o posicionamento líquido para -1k contratos – ou seja, em poucas semanas, os especuladores saíram de um posicionamento *long* recorde para um posicionamento net-vendido. O colapso de preços foi igualmente intenso e veloz. Agora, porém, o mercado está mais “leve” – por ora, o *momentum* negativo de preços deve prevalecer, sobretudo devido ao bom andamento da safra americana; mais para o final do ano, questões de demanda e El Niño devem começar a fazer mais preço.

4. Gráfico da semana:

No momento em que se discute o futuro do Estreito de Ormuz, buscamos pistas em outro corredor logístico da região recém afetado pelo mesmo conflito: o Estreito de Bab el-Mandeb, no Mar Vermelho. Até o início dos ataques dos Houthis em 2023, uma média de 95 embarcações passavam pelo estreito diariamente. Conforme estimativas da UNCTAD, esse mesmo fluxo caiu para 20 embarcações/dia entre nov-2023 e mar-2024. Boa parte do fluxo marítimo do Mar Vermelho/Suez acabou convergindo para a rota do Cabo da Boa-Esperança – viagens mais longas aumentaram a demanda por tonelada-milha, reduziram a disponibilidade de embarcações, elevaram o consumo de combustível marítimo (“fuel oil”, que, inclusive, tem sido bastante afetado pelo conflito atual) e conduziram a uma elevação nos custos de seguro. O interessante é que, mesmo com um cessar-fogo anunciado em out-2025, o fluxo no estreito não retomou a intensidade pré-conflito: preocupações com a segurança das embarcações e tripulações são o principal motivo. Será importante observar nas próximas semanas a psicologia dos agentes e a operacionalização da abertura do Ormuz – se houver –, na medida em que a realidade física local ditará o comportamento do prêmio geopolítico sobre commodities em geral.

O fluxo de navios em Bab el-Mandeb permanece ~50% abaixo dos níveis pré-crise.



Fonte: UNCTAD, MarineTraffic e BTG Pactual. Data-ref.: 10/06/2026.

Jean Miranda

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.

Vitor Novaes

Brazil – Banco BTG Pactual S.A.

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”.