



Soft Commodities

Banco BTG Pactual S.A.

NOTA DE MERCADO

06/07/2026

Jean Miranda

Commodity Research
jean.miranda@btgpactual.com

Vitor Novaes

Commodity Research
vitor.novaes@btgpactual.com



CLIMA EUA | GRÃOS AVANÇAM EM CHICAGO COM FORECAST EXTENDIDO DE CALOR SOBRE O CORN-BELT

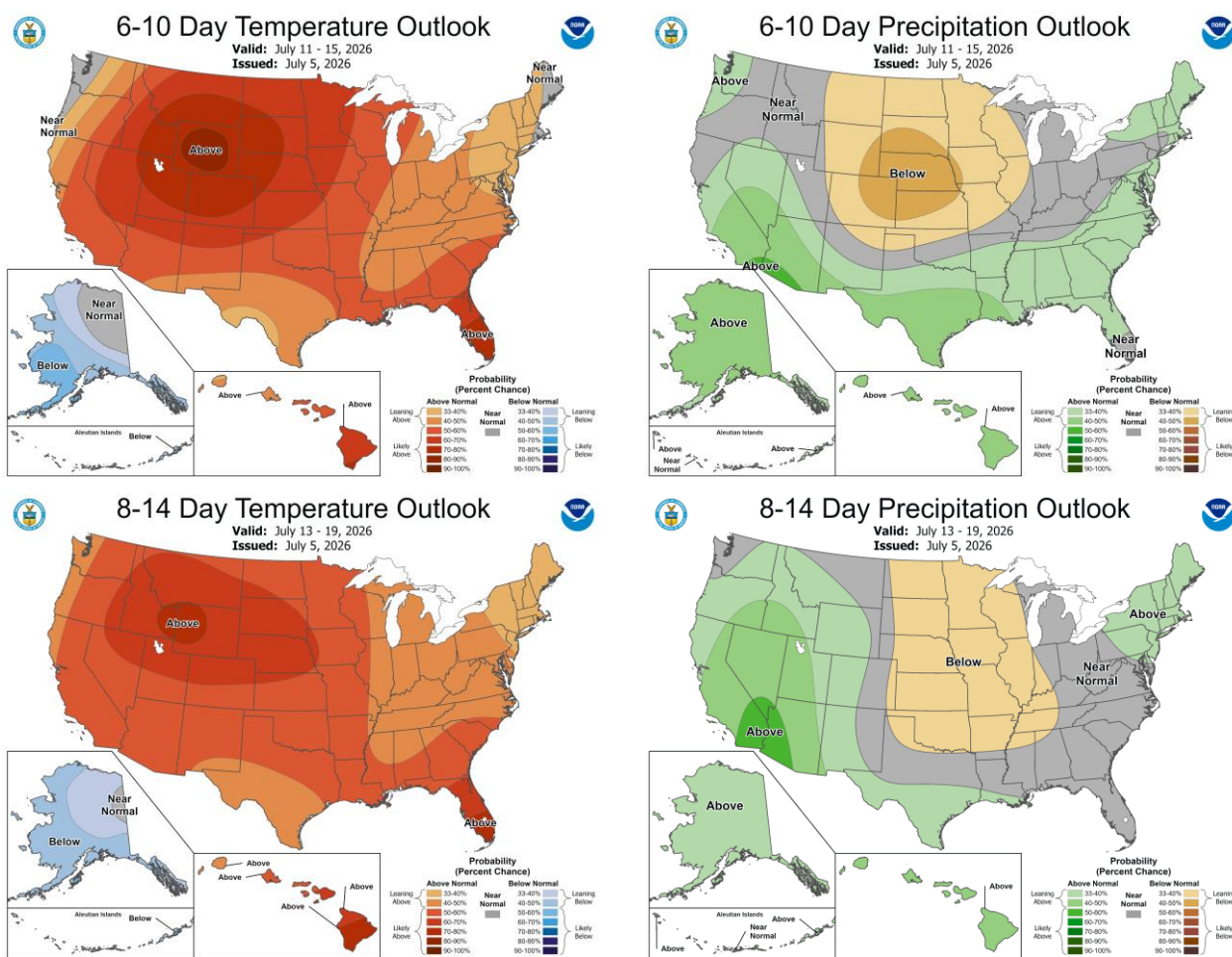
- O mercado entrou em um rally climático típico de julho, impulsionado pela perspectiva de calor persistente durante a polinização do milho, e não por uma mudança estrutural na demanda global.
- O balanço do milho é mais construtivo do que sugerem apenas as projeções de produção, sustentado por consumo doméstico e exportações excepcionalmente fortes, o que torna o mercado mais sensível a choques climáticos.
- O potencial produtivo americano permanece elevado, limitando a probabilidade de um movimento altista prolongado, mesmo diante da deterioração do cenário meteorológico.
- A atual alta deve ser encarada como uma janela tática de comercialização, e não (ainda) como o início de um novo ciclo estrutural de valorização dos grãos.

Após o relatório de área e estoques do USDA no fim de junho, o foco do mercado migrou rapidamente da discussão sobre área plantada para a evolução das condições climáticas no Corn Belt. O gatilho para essa mudança foi a combinação de chuvas excessivas em partes relevantes do cinturão agrícola norte-americano, como Iowa, com previsões de temperaturas persistentemente acima da média durante a janela de polinização do milho.

Diferentemente de episódios anteriores, o risco produtivo de 2026 não decorre de uma seca generalizada. Grande parte das áreas produtoras ainda dispõe de umidade adequada no perfil do solo. O principal fator de preocupação passa a ser o estresse térmico sobre uma cultura que entra em seu período de maior sensibilidade fisiológica. Em outras palavras, o mercado começa a precificar perda potencial de produtividade causada pelo calor, e não necessariamente pela escassez de água.

Essa mudança de narrativa explica a rápida reconstrução do prêmio climático observada na primeira semana de julho.

Gráfico 1: Mapas mais quentes e secos para o Corn Belt nos próximos 14 dias.



Fonte: NCEP/NOAA, atualização de 05/07/2026.

Fundamento para milho segue sólido

Embora o clima tenha sido o catalisador imediato da recuperação das cotações, o movimento encontra suporte em fundamentos mais favoráveis do que aqueles observados poucas semanas atrás.

A principal surpresa do conjunto de informações divulgado pelo USDA em 30/06 não esteve na área plantada, que permaneceu praticamente em linha com as expectativas do mercado, mas sim na velocidade de utilização da safra anterior. O consumo doméstico segue robusto, enquanto o ritmo das exportações continua historicamente elevado, reduzindo os estoques disponíveis em velocidade superior à normalmente observada para esta época do ano.

Esse pano de fundo altera significativamente a sensibilidade do mercado aos riscos climáticos. Quando o consumo permanece forte, qualquer aumento na incerteza sobre a produção tende a produzir uma resposta mais intensa nos preços, mesmo que ainda não exista evidência concreta de quebra de safra.

O mercado ainda não precifica uma perda relevante de produção

Apesar da melhora recente das cotações, o cenário-base permanece distante de uma quebra expressiva da safra norte-americana.

As projeções continuam apontando para uma das maiores colheitas de milho da história e para uma produção recorde de soja. Além disso, as chuvas recentes aliviaram parte das preocupações em importantes regiões produtoras, enquanto áreas anteriormente mais secas apresentaram recuperação nas condições de umidade.

Dessa forma, o prêmio climático atualmente incorporado às cotações representa muito mais uma reavaliação do risco produtivo do que uma mudança efetiva nas expectativas para o tamanho da safra. O mercado reconhece que existem riscos relevantes para a produtividade, mas ainda considera que o potencial produtivo agregado dos Estados Unidos permanece elevado.

Fluxo financeiro passa a ser tão importante quanto o clima

A evolução das próximas semanas dependerá não apenas das previsões meteorológicas, mas também da reação dos atores financeiros, especialmente especuladores.

Após reduzirem significativamente suas posições compradas no período posterior ao relatório do USDA, os fundos especulativos voltam a monitorar atentamente qualquer deterioração das condições das lavouras. Caso as previsões de calor persistam durante a polinização, existe espaço para recomposição dessas posições, ampliando temporariamente o prêmio climático.

Ao mesmo tempo, a continuidade do forte desempenho das exportações será fundamental para sustentar esse movimento. Caso os indicadores de demanda decepcionem ou as previsões meteorológicas se tornem mais benignas, a retirada desse prêmio poderá ocorrer com a mesma velocidade com que foi construída.

O potencial de alta parece relativamente limitado

Embora exista espaço para continuidade da recuperação dos preços, o mercado parece operar dentro de uma faixa relativamente bem definida.

A combinação entre elevado potencial produtivo e forte disponibilidade de oferta limita a probabilidade de um retorno às máximas observadas anteriormente no ciclo. Na prática, a expectativa predominante é de uma segunda onda de valorização menos intensa do que a primeira, suficiente para criar uma nova oportunidade de comercialização, mas insuficiente, por ora, para alterar estruturalmente o equilíbrio entre oferta e demanda.

Essa leitura também encontra respaldo na análise técnica, que identifica importantes níveis de resistência próximos às cotações atuais do milho, sugerindo que avanços adicionais dependerão de uma deterioração climática significativamente mais intensa.

O próprio produtor tende a limitar a extensão do rally

Outro elemento importante é o comportamento esperado da oferta comercial.

Após meses de preços deprimidos, uma parcela relevante dos produtores norte-americanos permanece com volumes significativos ainda não comercializados. Dessa forma, qualquer recuperação consistente das cotações tende a estimular novas vendas físicas, aumentando a disponibilidade de oferta justamente nos momentos de maior valorização.

Esse mecanismo cria um efeito de autorregulação sobre o mercado: o clima adiciona prêmio às cotações, mas a reação dos produtores em aproveitar níveis mais elevados reduz a probabilidade de movimentos explosivos de alta.

A soja apresenta fundamentos relativamente distintos

Embora milho e soja tenham acompanhado o mesmo movimento altista no curto prazo, os fatores de sustentação permanecem diferentes.

No milho, o principal vetor continua sendo a combinação entre forte consumo e risco climático durante a polinização. Na soja, por outro lado, parte importante do suporte decorre da demanda doméstica por esmagamento, favorecida pela expansão da produção de diesel renovável, além da expectativa de gradual normalização das relações comerciais entre EUA e China.

Ao mesmo tempo, as exportações permanecem abaixo do esperado, indicando que a sustentação do mercado de soja continua mais dependente do processamento doméstico do que propriamente da demanda externa.

Conclusão

A leitura conjunta das informações disponíveis indica que o mercado provavelmente encontrou um piso importante após o relatório do USDA de junho, mas ainda não existem evidências suficientes para caracterizar o início de um novo ciclo estrutural de alta dos grãos.

O cenário mais provável continua sendo o de um *weather rally* típico de julho, sustentado pela combinação entre calor durante a polinização e um balanço de milho mais apertado em função do consumo excepcionalmente forte. No entanto, a perspectiva de uma safra ainda muito volumosa, associada ao provável aumento das vendas por parte dos produtores diante da recuperação das cotações, tende a limitar a magnitude desse movimento.

Nesse contexto, a principal implicação para o mercado é a abertura de uma janela tática de comercialização nas próximas semanas, cuja duração dependerá da persistência do calor sobre o Corn Belt e da capacidade de a demanda continuar absorvendo a oferta em ritmo historicamente elevado.

Required Disclosure

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 vinculados 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