



Soft Commodities

Banco BTG Pactual S.A.

NOTA DE MERCADO

13/07/2026

Jean Miranda

Commodity Research
jean.miranda@btgpactual.com

Vitor Novaes

Commodity Research
vitor.novaes@btgpactual.com



GRÃOS | MAR NEGRO – A GEOGRAFIA DO RISCO EM MUTAÇÃO

- **A geografia do risco no Mar Negro pode estar mudando:** os recentes ataques ucranianos sugerem que a principal vulnerabilidade deixou de ser o corredor de exportação da Ucrânia e passou a incluir a infraestrutura logística russa no Mar de Azov e no Estreito de Kerch.
- **Azov e Kerch são ativos estratégicos para o comércio global de grãos:** além de conectarem o sul da Rússia aos mercados internacionais, constituem um dos principais corredores de exportação de trigo do maior exportador mundial, tornando qualquer disrupção logística relevante para a formação de preços.
- **O mercado voltou a incorporar um prêmio de risco geopolítico:** embora as exportações russas não tenham sido interrompidas de forma significativa, a incerteza quanto à confiabilidade do corredor logístico elevou o prêmio de risco no trigo, refletindo preocupações com a capacidade de escoamento, e não com a produção em si.
- **Clima e geopolítica passam a atuar na mesma direção:** em um momento de crescente incerteza sobre a oferta em importantes produtores, como EUA e Austrália, um eventual aumento dos riscos logísticos no Mar Negro reduz a capacidade de compensação da Rússia, fortalecendo o viés construtivo para o mercado internacional de trigo.

Ao longo da última semana, a Ucrânia intensificou sua campanha de ataques com drones contra embarcações e infraestrutura logística russa na região do Mar de Azov. Segundo autoridades ucranianas, mais de 90 embarcações – incluindo petroleiros da chamada "*shadow fleet*", balsas e navios comerciais – foram alvo das ofensivas, que também atingiram refinarias, subestações elétricas e outras instalações estratégicas. Em resposta, a Rússia suspendeu a navegação no Mar de Azov e no Canal Don-Azov, restringindo temporariamente o tráfego através do Estreito de Kerch, principal ligação entre o Mar de Azov e o Mar Negro.

Figura 1: Mapa de produção russa de trigo e logística de escoamento.



Fonte: USDA e The Guardian.

Mar Negro: a geografia do risco pode estar mudando

A principal conclusão dos acontecimentos recentes não é simplesmente que a Ucrânia intensificou ataques contra a infraestrutura logística russa. Mais importante, a geografia do risco para as commodities do Mar Negro parece estar mudando. Desde o início da guerra, o mercado concentrou sua atenção sobre a capacidade da Ucrânia de manter aberto seu corredor de exportação pelo noroeste do Mar Negro. Agora, a vulnerabilidade marginal parece migrar para a própria infraestrutura logística russa no Mar de Azov e no Estreito de Kerch, corredores fundamentais para o escoamento de energia e grãos.

Mar de Azov e Kerch: um gargalo estratégico para o comércio de commodities

Embora Novorossiysk permaneça o principal porto exportador da Rússia no Mar Negro, o Mar de Azov desempenha um papel muito mais relevante para o comércio internacional de grãos do que normalmente se reconhece. A região conecta importantes áreas produtoras do sul da Rússia aos mercados internacionais por meio dos portos de Rostov-on-Don, Azov, Yeisk e Taganrog, além de integrar a extensa rede hidroviária russa ao Mar Cáspio através do Canal Don-Azov. Todo esse sistema depende obrigatoriamente da passagem pelo Estreito de Kerch, o único acesso entre o Mar de Azov e o Mar Negro. Essa configuração transforma Kerch em um dos principais gargalos logísticos do comércio agrícola global. Mais do que um corredor regional, trata-se de um ponto de passagem para fluxos de petróleo, fertilizantes, aço e, sobretudo, trigo. Em um contexto em que a Rússia permanece como o maior exportador mundial do cereal, qualquer questionamento sobre a confiabilidade operacional desse corredor possui implicações que extrapolam amplamente a geopolítica regional.

Corredor	Principais portos	Principais commodities	Importância estratégica
Noroeste do Mar Negro	Odessa, Chornomorsk, Pivdennyi (Ucrânia) e Constanța (Romênia)	Trigo, milho e girassol	Principal corredor de exportação da Ucrânia
Nordeste do Mar Negro	Novorossiysk e Taman (Rússia)	Trigo e cevada	Principal porta de saída das exportações russas
Mar de Azov	Rostov-on-Don, Azov, Yeisk, Taganrog e Kavkaz	Trigo, cevada e grãos para ração	Corredor voltado a embarcações de menor calado, integrado à logística hidroviária (rio-mar)

A campanha ucraniana: da destruição de ativos à degradação da logística

As informações reunidas ao longo da última semana sugerem que a estratégia ucraniana evoluiu para uma campanha sistemática de degradação da infraestrutura logística russa. Os ataques deixaram de se concentrar exclusivamente em refinarias e passaram a atingir simultaneamente petroleiros, balsas, embarcações comerciais, infraestrutura portuária, subestações elétricas e o próprio corredor Azov-Kerch.

O objetivo aparente deixa de ser apenas reduzir a capacidade militar russa e passa a comprometer sua capacidade de movimentar combustíveis, exportar energia e sustentar suas cadeias logísticas. Sob essa perspectiva, a infraestrutura marítima passa a ser tratada como parte integrante da economia de guerra russa, elevando a relevância econômica dos ataques muito além de seu impacto militar imediato.

O mercado de trigo reage antes da interrupção física dos fluxos

Na sexta-feira 10/julho, o primeiro vencimento do trigo em Chicago subiu mais de 3% no intraday, em resposta aos ataques em Kerch. Um aspecto importante a se destacar é que o movimento observado no trigo não decorre, até o momento, de uma interrupção efetiva das exportações russas: em nossa opinião, o mercado passou a precificar, em um primeiro momento, o aumento da incerteza quanto à confiabilidade do corredor logístico do Mar Negro.

Essa distinção é relevante. Mercados agrícolas costumam reagir não apenas a perdas efetivas de oferta, mas também à deterioração da previsibilidade dos fluxos comerciais. O avanço recente do trigo reflete a reconstrução de um prêmio de risco geopolítico, impulsionado por cobertura de posições vendidas, entrada de novos compradores especulativos e alguma antecipação de compras por consumidores finais, sem que isso configure, por enquanto, um movimento de pânico.

Na sexta, circulamos nosso relatório de posicionamento dos fundos especulativos em Chicago: na divulgação mais recente do CFTC, de 07/julho, os especuladores haviam adicionado mais 7k contratos comprados, totalizando um net-vendido de 60k contratos – portanto, mercado ainda segue vendido, mas com potencial de uma ainda maior cobertura de posições vendidas.

O risco deixou de ser apenas produtivo para se tornar logístico

A implicação mais relevante para o mercado talvez seja a mudança da natureza do risco. Até recentemente, as discussões sobre trigo vêm se concentrando predominantemente sobre produtividade e clima. Parte da recuperação recente nos preços em Chicago advém da quebra no trigo de inverno norte-americano e dos desafios produtivos na UE e na Austrália. Até aqui, porém, o potencial exportador do Mar Negro vinha atuando como limitante ao rally de preços.

Os acontecimentos recentes sugerem, no entanto, que a capacidade de exportação pode voltar a se tornar a variável marginal de formação de preços. Mesmo diante de uma produção elevada na Ucrânia e Rússia, restrições ou incertezas sobre o funcionamento dos corredores de exportação reduzem a oferta efetivamente disponível ao mercado internacional. Em outras palavras, a disponibilidade física de trigo passa a depender não apenas da safra produzida, mas também da capacidade de movimentá-la de forma eficiente e segura.

Implicações para o mercado de trigo e grãos

Nossa leitura é que o mercado pode estar entrando em uma nova fase de precificação do trigo. O risco deixou de estar concentrado exclusivamente na produção e passou a incorporar, novamente, a confiabilidade dos fluxos de exportação do Mar Negro. Caso a pressão sobre o sistema Azov-Kerch persista, o prêmio geopolítico tende a permanecer incorporado às cotações, sobretudo em um ambiente de crescente incerteza climática entre outros grandes exportadores.

Para os grãos em geral, o impacto permanece assimétrico. O trigo tende a ser o principal beneficiário desse processo, dada sua elevada dependência do comércio internacional e da região do Mar Negro. Milho e soja continuam mais sensíveis aos fundamentos climáticos norte-americanos, mas um eventual prolongamento das disrupções logísticas poderia contaminar o sentimento para o complexo agrícola como um todo, elevando prêmios de risco, custos de frete e seguro marítimo e aumentando a sensibilidade dos preços a novos eventos geopolíticos. A principal mudança, portanto, não reside na perda imediata de oferta global, mas na crescente percepção de que o mecanismo que vinha estabilizando o mercado mundial de trigo – a elevada capacidade exportadora da Rússia – pode tornar-se menos previsível justamente em um momento em que o balanço global já enfrenta desafios crescentes pelo lado da produção.

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, consequentemente, 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.

Disclaimer



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