



Soft Commodities

Banco BTG Pactual S.A.

NOTA DE MERCADO

22/07/2026

Jean Miranda

Commodity Research
jean.miranda@btgpactual.com

Vitor Novaes

Commodity Research
vitor.novaes@btgpactual.com



GRÃOS | MAR NEGRO E CLIMA NOS EUA

- **Mar Negro:** por ora, a principal ameaça é logística, não de produção, sustentando prêmios de risco para grãos, sobretudo trigo.
- **Milho e trigo seguem favorecidos:** o milho combina clima adverso nos EUA, menor oferta europeia e disrupção no Mar Negro; o trigo é impulsionado principalmente pelos gargalos logísticos.
- **Clima nos EUA preocupa:** calor e baixa precipitação persistem no norte do Corn Belt durante fases críticas das lavouras, elevando o risco para milho e trigo de primavera.
- **Viés permanece construtivo:** o rally depende da continuidade dos problemas climáticos e logísticos, enquanto chuvas generalizadas e normalização do Mar Negro seriam os principais fatores de reversão.

No momento em que escrevemos esta nota, o mercado de grãos em Chicago dá continuidade ao rally iniciado ao final de junho – soja novembro sobe 1,3% no dia, 8% no mês; farelo e óleo de soja, ambos com vencimento para agosto, sobem 8% e 11% no mês, respectivamente; milho setembro sobe 1,9% no dia, 10% no mês; trigo SRW (inverno) setembro sobe 4,1% no dia, 19% no mês (vide PDF em anexo com os valores da abertura de hoje cedo e evolução das curvas futuras em 20/07).

Em resumo: o complexo de grãos se movimenta com dois vetores de alta simultâneos: um prêmio geopolítico-logístico no Mar Negro, mais relevante para trigo, milho europeu e óleos vegetais; e um prêmio climático concentrado no noroeste do Corn Belt dos EUA, especialmente para milho e trigo de primavera. O ponto central não é perda imediata de oferta física, mas a crescente dificuldade de executar fluxos comerciais – por navios, portos, ferrovias e seguro – em um contexto no qual o clima reduz a margem de segurança da oferta americana e europeia. Mantemos viés construtivo para o complexo, embora a continuidade do movimento dependa da duração das restrições logísticas e da confirmação do estresse climático nas próximas leituras de lavoura. E, claro, a ressurgência das operações cinéticas no Ormuz é mais um vento favorável para o preço dos grãos.

Os principais gatilhos de reversão do rally atual seriam chuva ampla e duradoura no noroeste do Corn Belt, estabilização dos ratings estaduais, reabertura de Kerch/Azov e normalização das chamadas de navios nos portos ucranianos.

Mar Negro segue no radar do trading

Antes de tudo, para maior contexto sobre os desenvolvimentos recentes na região, confira nosso material especial aqui: [Mar Negro – A Geografia do Risco em Mutação.](#)

O Mar Negro entrou em uma fase mais perigosa porque o risco passou a atingir simultaneamente Rússia e Ucrânia. A Ucrânia enfrenta aversão de navios a seus portos, danos a infraestrutura e capacidade limitada de desviar volumes para o Danúbio ou para ferrovias; a Rússia, por sua vez, perdeu fluidez no Azov/Kerch e precisa redirecionar carga para Novorossiysk. O mercado deve interpretar isso prioritariamente como um problema de logística, frete, seguro e execução, e não como destruição permanente dos estoques. Ainda assim, o efeito econômico é relevante: cerca de um quarto das exportações russas pode estar interrompido ou sujeito a rotas mais caras, enquanto aproximadamente um terço da capacidade ucraniana permanece comprometida. O ponto de inflexão seria uma interrupção operacional de Novorossiysk, hoje o principal escape russo; nesse cenário, o prêmio de trigo poderia acelerar de forma material e puxar consigo o complexo de grãos, especialmente o milho.

A repercussão do conflito nos preços é diferenciada. No trigo, compradores na África, Oriente Médio e Mediterrâneo buscarão originar o grão primeiro na União Europeia, Canadá, Austrália e Argentina; os EUA entram mais tarde nessa fila, o que limita a leitura de que toda disrupção no Mar Negro se converte automaticamente em exportação americana. Já no milho, a oportunidade para os EUA é mais direta: a Ucrânia é relevante no comércio global de ração animal, a seca e o calor na Europa reduzem a produção regional e a demanda de pecuaristas europeus terá de buscar substitutos. No mercado físico ainda não identificamos situação de pânico: a Tunísia aceitou pagar mais por trigo russo via Novorossiysk, enquanto a Jordânia cancelou uma licitação, e Egito e Iraque parecem relativamente cobertos. Portanto, o risco sustenta o prêmio, mas a demanda ainda é seletiva e sensível a preço. O spread setembro-dezembro da Euronext e a decisão de compra de Marrocos/Turquia até setembro serão indicadores críticos para testar se a Europa Ocidental capturará efetivamente o fluxo deslocado.

Há ainda canais de segunda ordem. Rússia e Ucrânia são fornecedores importantes de óleo de girassol, e a restrição logística apertada a disponibilidade tanto para alimentos quanto para biodiesel. Em paralelo, a tensão no Ormuz eleva diesel, petróleo e frete, reforçando preços de oleaginosas via biocombustíveis e aumentando custos de insumos agrícolas. A síntese é que estamos diante de uma guerra contra cadeias logísticas: no Mar Negro, alimentos e fertilizantes; no Ormuz, energia e fertilizantes. O risco a monitorar não é apenas o preço do trigo, mas chamadas de navios a Odesa/Chornomorsk, fluxo por Danúbio, integridade de Novorossiysk, tarifas ferroviárias e prêmios de seguro. Enfim, um cenário pouco trivial e, até recentemente, mal precificado.

Clima nos EUA

Como dissemos no passado, o mercado de grãos costuma operar de forma unidimensional durante o chamado “mercado climático”, quando chuva e sol no Corn Belt se tornam os parâmetros centrais do trading.

Nos EUA, o tema atual é a divergência regional de clima e condições de lavoura. Iowa, que frequentemente domina a percepção do mercado, permanece relativamente confortável: milho em 80% bom/excelente, chuva acumulada de 30 dias ligeiramente acima do normal e temperaturas elevadas, mas não extremas. O risco está no noroeste do Corn Belt – Dakota do Norte, Dakota do Sul e Minnesota registraram quedas de 10, 8 e 4 pontos, respectivamente, nos ratings de milho, combinando mínimas noturnas mais de 5°F acima do normal com precipitação de apenas 45%, 51% e 57% da normal nos últimos 14 dias. Nebraska, embora menos (...)

quente, recebeu somente 40% da chuva normal. O padrão é particularmente preocupante porque ocorre durante polinização do milho e antecede o enchimento de grãos programado para agosto.

A atualização do modelo GFS reforçou esse prêmio climático: apenas 42% da precipitação normal prevista para áreas produtoras de milho nos próximos sete dias, acompanhada de anomalias de temperatura de +8,7°F na Dakota do Norte, +7,3°F na Dakota do Sul, +6,6°F no Nebraska e +5,8°F em Minnesota. Mesmo no horizonte de 8 a 14 dias, a chuva projetada segue abaixo da normal e as temperaturas continuam elevadas. Isso ajuda a explicar a alta do milho dezembro para máximas desde maio e adiciona risco ao trigo de primavera, cujas condições também deterioraram fortemente em Montana, Dakota do Norte e Dakota do Sul (em um contexto onde o trigo de inverno já passou por forte redução produtiva devido, também, aos desafios climáticos). O mercado, portanto, não negocia uma quebra de safra nacional já definida, mas sim uma deterioração regional que pode invalidar as teses/estimativas de rendimento acima da tendência caso o padrão persista.

Para concluir: no soja, o clima é suporte adicional, mas o principal vetor continua sendo a demanda chinesa e a expectativa de novas vendas anunciadas. No milho, a combinação de risco de produtividade doméstica nos EUA e Europa, a disrupção no Mar Negro e uma potencial substituição de ração de trigo para milho é construtiva, embora o balanço global ainda folgado tenha maior capacidade de absorver choques de oferta em comparação ao soja. No trigo, o *bull case* é mais direto: logística no Mar Negro, safra HRW curta no sul dos EUA e risco climático no trigo de primavera.

Disclaimer



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.

[CONTINUA NA PÁGINA SEGUINTE]

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