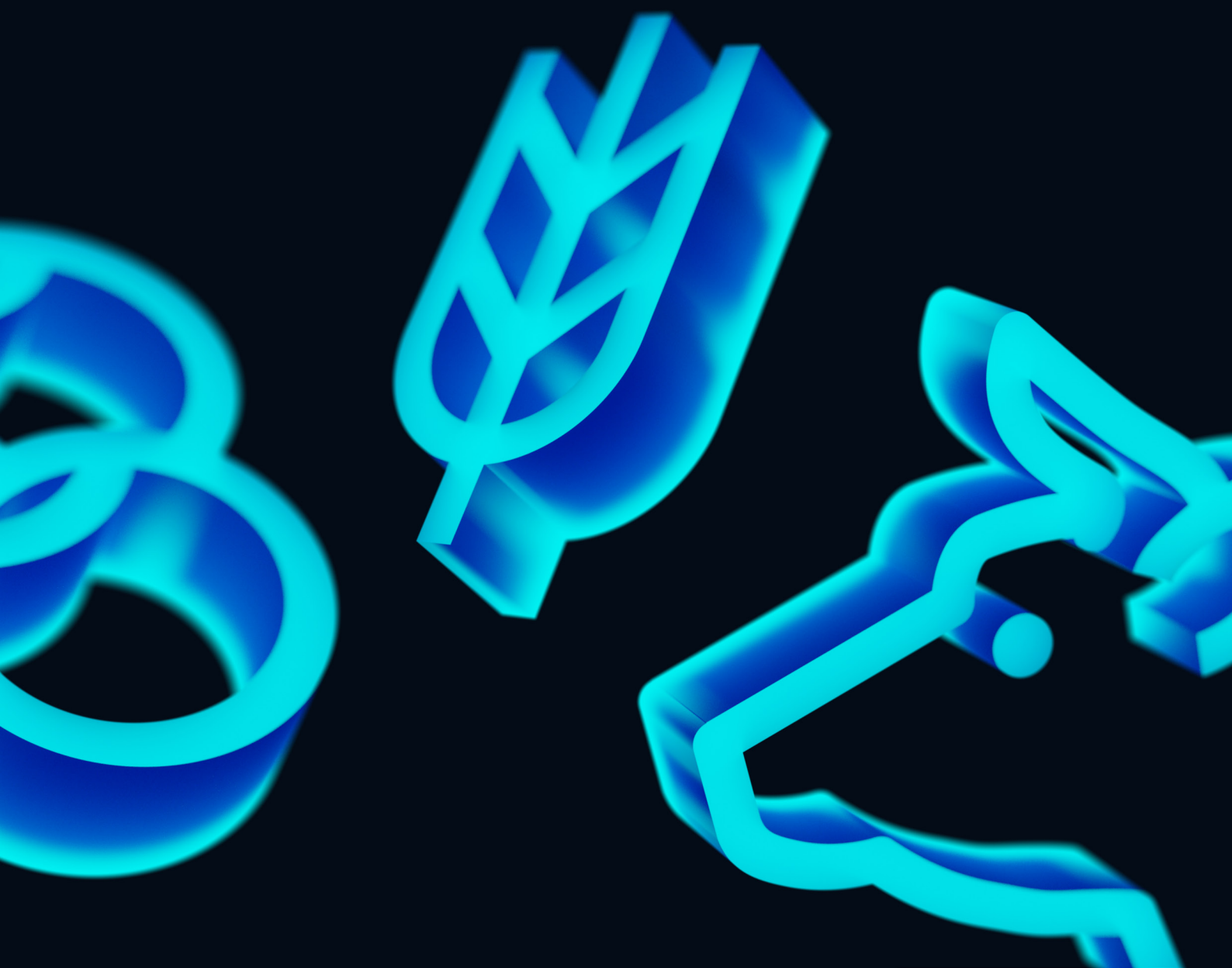


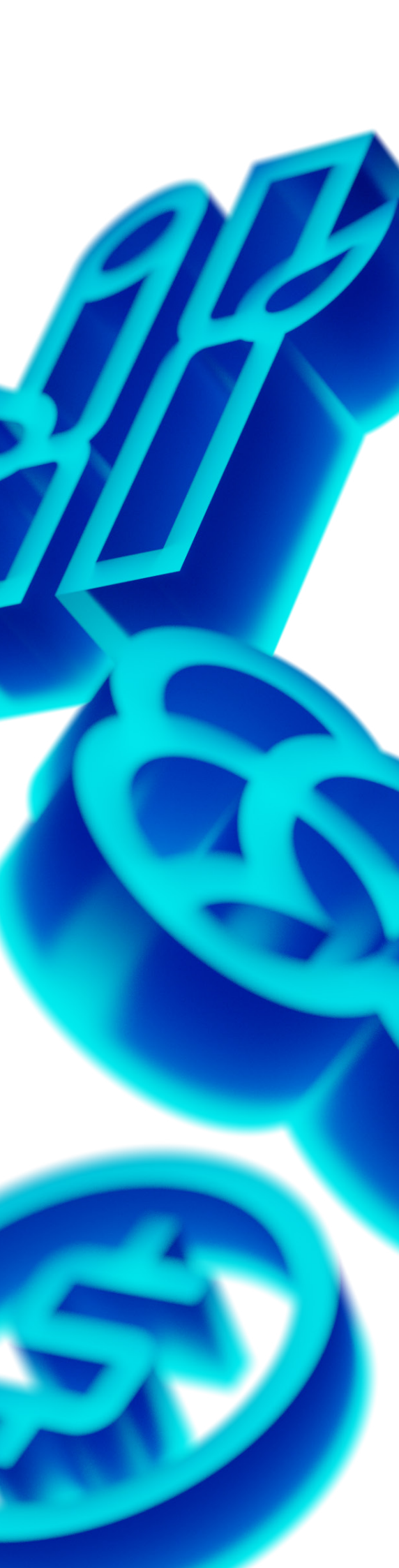
StoneX

Perspectivas 2026

Out - Dez

Edição 37





Editorial



Vitor Andrioli
vitor.andrioli@stonex.com

Campinas, 8 de outubro de 2026
37ª Edição

A normalização que se desenhava no trimestre anterior no mercado de commodities energéticas provou-se mais frágil, e mais assimétrica, do que os preços à época sugeriam. O fluxo de óleo bruto pelo Estreito de Ormuz retornou a volumes próximos aos de antes da guerra, mas as exportações de derivados a partir do Golfo Pérsico seguem em uma fração do patamar pré-conflito, deslocando o eixo da crise da produção para o refino. O diesel tornou-se o principal vetor desse aperto. A redução da capacidade de refino europeia nos últimos anos e as restrições russas às exportações do combustível levaram os preços a recordes nos dois lados do Atlântico e motivaram a liberação coordenada de estoques pelo G7 em outubro, com os preços do Brent de volta ao patamar de US\$ 100 por barril.

Por se tratar de um choque de oferta, o aperto no mercado de derivados tem efeitos difusos e persistentes sobre a inflação, impactando desde custos logísticos à operação de maquinário agrícola, e os bancos centrais das economias avançadas optaram por não esperar sua dissipação. Em setembro, Banco Central Europeu, Federal Reserve e Banco do Japão elevaram seus juros em um intervalo de pouco mais de uma semana, em um ciclo de aperto sincronizado que poucos antecipavam no início do ano. Para as commodities, o capital mais caro tem duas faces: encarece o carregamento de estoques e o financiamento das cadeias produtivas e amplia o custo de oportunidade de posições em ativos reais frente a uma renda fixa mais bem remunerada.

O Brasil encontra-se em trajetória inversa. Em um momento em que o resultado das eleições presidenciais concentra as atenções do mercado, o Copom reduziu a Selic na mesma semana em que o Fed voltou a subir juros, comprimindo o diferencial que sustentou o real ao longo de 2026. A esses vetores internos soma-se uma exposição dupla a riscos exógenos: como importador de diesel, o país enfrenta o aperto nos derivados em pleno plantio da safra de verão; como grande player agrícola, tem diversas culturas e regiões sujeitas aos efeitos do El Niño.

Com pico esperado entre outubro e dezembro e chances concretas de se tornar o mais intenso desde o início dos registros, em 1950, o fenômeno climático tende a se manifestar no país pelo contraste entre um Sul mais chuvoso e um Centro-Norte mais seco e quente, ao longo da implantação da safra 2026/27. Podendo se estender ao menos até o primeiro trimestre de 2027, o evento amplia os riscos à produção agrícola em diversas regiões do globo e, por consequência, à inflação de alimentos, um vetor adicional de pressão sobre bancos centrais que já operam em modo restritivo. É nesse



cruzamento entre energia, juros e clima que se desenham as perspectivas para os diferentes complexos de commodities, sintetizadas a seguir:

Grãos e Oleaginosas

A combinação entre o avanço da demanda de óleo para biocombustíveis e as maiores compras chinesas de soja americana aponta para um balanço mais apertado da oleaginosa nos EUA. No milho e no trigo, a escalada do conflito no Mar Negro compromete as exportações de Rússia e Ucrânia, o que, em um contexto de oferta global já mais restrita, também ajuda a sustentar os preços.

Fertilizantes

Fosfatados e potássicos podem registrar acomodação de preços com o fim das compras para a soja no Brasil, embora limitações de oferta restrinjam quedas mais intensas. Nitrogenados seguem no centro das atenções, com possibilidade de sustentação dos preços diante da demanda da safrinha, das incertezas geopolíticas e da falta de transparência nas exportações chinesas. Potássio segue como a opção mais estável e competitiva.

Energia

No último trimestre, as tensões geopolíticas e disrupções de oferta voltaram a impactar importantes regiões produtoras de petróleo e derivados, mantendo o cenário complexo para o setor e apontando para um balanço global deficitário. O uso de rotas alternativas a Ormuz e Bab-el-Mandeb pelos sauditas e iraquianos tende a ajudar a conter parte do prêmio de risco, contanto que não sejam registrados novos ataques à infraestrutura de exportação da região. No caso dos derivados, o gargalo de oferta é mais evidente para os destilados médios no quarto trimestre, o que deve manter o suporte para o crack-spread do diesel.

Softs

No quarto trimestre de 2026, o algodão e o açúcar devem seguir sustentados por preocupações com a oferta e riscos climáticos, enquanto o café tende a buscar equilíbrio diante da maior oferta brasileira. Já o cacau deve permanecer volátil, com estoques mais confortáveis, limitando altas, mas ainda apoiado por incertezas climáticas e produtivas.

Metais

Riscos de oferta para o cobre, zinco, alumínio e níquel condicionam as perspectivas para esses mercados no próximo trimestre, contrapondo-se ao contexto macroeconômico mais restritivo à atividade industrial e menos favorável aos metais básicos. Para os metais preciosos, a busca por proteção – tanto em relação às pressões inflacionárias, quanto às tensões geopolíticas –, a política monetária e o resultado das eleições de meio de mandato nos Estados Unidos devem continuar como fatores centrais.



Real brasileiro

As eleições do Brasil, com os dois turnos ocorrendo dentro do mês de outubro, devem ser o principal fator local a conduzir as cotações do real no último trimestre de 2026. A composição entre o Executivo e o Legislativo – visto que dois terços do Senado e toda a Câmara serão renovados neste pleito – deve moldar as expectativas acerca do nível de governabilidade, da estabilidade institucional e do viés da política econômica nos próximos anos. Entre os fatores globais, os destaques ficam por conta da persistência de pressões inflacionárias, alimentadas por tensões geopolíticas e pelos impactos potenciais de um El Niño muito forte, e da perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos Estados Unidos e em outras economias avançadas.

Sobre o relatório

Em sua 37ª edição, o Trimestral de Perspectivas para Commodities é produzido desde 2015 pelo time de Inteligência de Mercado da StoneX no Brasil, em parceria com nossos colegas no Reino Unido, Paraguai, Argentina, China e Estados Unidos. Buscamos entregar análises objetivas, precisas e de alcance global, destacando os fatores capazes de influenciar os mercados de commodities agrícolas, energia, metais e moedas emergentes no curto prazo. Este relatório é um retrato do momento em que foi elaborado e reflete as expectativas e visões da nossa equipe naquele contexto. Diante da elevada volatilidade dos mercados e da frequência com que eventos de impacto têm ocorrido, tanto a conjuntura quanto os cenários prospectivos aqui apresentados podem se alterar rapidamente. Por isso, acompanhar de perto os desdobramentos dos mercados é tão importante quanto a leitura pontual desta publicação. É esse acompanhamento contínuo que a StoneX oferece a seus clientes, com informação atualizada e relevante para sustentar decisões comerciais e o posicionamento estratégico de seus negócios.

Agradecimentos

Esta publicação é resultado da colaboração entre as áreas de Inteligência de Mercado e Marketing da StoneX, e reúne o trabalho de dezenas de pessoas ao longo de semanas. Agradeço, em primeiro lugar, aos analistas que assinam as seções desta edição, por traduzirem expertise e acompanhamento constante de mercado em leituras claras e acionáveis.

Ao design e à diagramação, conduzidos por Lívia Gurgel, e ao trabalho de coordenação, comunicação e suporte de Ana Prado, Carolina Barboza, Caroline Carvalho, Deborah Carvalho, Djone Pereira, Letícia Guimarães, Sérgio Xavier, Vitor Pizol, Vinícius Morais e demais colegas do time de Marketing, meu muito obrigado. Em especial, agradeço a Glauco Monte, Dom Birch, Renato Rasmussen, Eileen Stein e Arlan Suderman, cujo apoio contínuo e incentivo foram determinantes para o desenvolvimento desta iniciativa.

Do acompanhamento contínuo e atualizado dos mercados à produção de estudos customizados, palestras e treinamentos, oferecemos uma ampla gama de serviços e soluções para você e seu negócio. [Visite nosso site](#) e saiba como a Inteligência de Mercado da StoneX pode apoiar sua atuação comercial e projetos estratégicos de expansão e investimento.

Resumo



Soja

Para o quarto trimestre de 2026, o mercado de soja deve seguir atento às compras chinesas de soja dos EUA e ao desenvolvimento das safras sul-americanas sob influência do El Niño. A demanda chinesa e o setor de biocombustíveis sustentam os preços, enquanto a entrada da safra norte-americana limita altas. O clima no Brasil permanece como principal fator de risco para o mercado.

Trigo

O que se espera para o quarto trimestre de 2026 é que o mercado de trigo deve seguir sustentado pelo prêmio de risco geopolítico ligado ao conflito no Mar Negro. Embora a oferta global permaneça confortável, as restrições logísticas envolvendo Rússia e Ucrânia mantêm suporte aos preços. O clima na Argentina, nos EUA e na Europa seguirá como fator-chave para a oferta global.

Óleos Vegetais

A demanda por biocombustíveis segue apoiando os preços dos principais óleos vegetais, mas o crescimento da oferta no 4º trimestre limita os ganhos. O óleo de soja enfrenta pressão do maior esmagamento nos EUA, enquanto o óleo de palma tem estoques globais elevados. Gargalos logísticos no Mar Negro seguem sustentando o óleo de girassol, mantendo elevada a volatilidade global.

China

A China deve seguir com ampla oferta de soja, milho e insumos para ração para o quarto trimestre de 2026, reduzindo riscos de abastecimento. Ao mesmo tempo, a fraqueza do consumo, dos investimentos e do setor imobiliário limita a recuperação da demanda. Tensões comerciais, estímulos econômicos e a evolução das compras de grãos seguirão como vetores do mercado chinês.

Milho

Uma oferta global mais apertada deve seguir sustentando o mercado do milho neste quarto trimestre. A menor produção nos Estados Unidos, as restrições às exportações da Ucrânia e o avanço do consumo pelo setor de etanol no Brasil reforçam o viés altista. Ao mesmo tempo, o clima no Cone Sul, sob influência do El Niño, será decisivo para sustentar o comportamento dos preços.

Algodão

O mercado de algodão deve seguir sustentado por preocupações com a oferta global. Problemas climáticos em importantes produtores, como EUA, China e Austrália, mantêm o viés altista, enquanto os preços elevados do petróleo favorecem a competitividade da fibra frente ao poliéster. Ainda assim, movimentos especulativos e fatores macroeconômicos podem moderar novas altas.

Fertilizantes

No quarto trimestre de 2026, fosfatados e potássicos podem acomodar com o fim das compras brasileiras para a soja, embora restrições de oferta limitem quedas mais intensas. Nos nitrogenados, as incertezas no Oriente Médio e a maior oferta chinesa mantêm o mercado em atenção. O potássio segue como a opção mais estável e competitiva.

Metais Preciosos

Metais devem encerrar 2026 sob influência dos juros nos EUA, dos riscos geopolíticos e do fluxo de investimentos. O ouro segue apoiado pela busca por proteção, enquanto a prata enfrenta maior oferta e demanda industrial mais fraca. Já platina e paládio encontram suporte no setor automotivo e no avanço dos híbridos, mantendo a volatilidade elevada no mercado.



Metais de Base

Os metais de base devem seguir em um ambiente de elevada volatilidade ao longo do quarto trimestre de 2026. Cobre, alumínio e zinco permanecem sustentados por estoques reduzidos e restrições de oferta, enquanto níquel e chumbo refletem uma demanda global mais enfraquecida. A desaceleração chinesa, o dólar forte e as tensões geopolíticas mantêm viés neutro a baixista.

Derivados de Petróleo

Tensões geopolíticas e a crise global de refino de petróleo devem continuar pressionando o mercado de derivados de petróleo. A oferta restrita de diesel mantém os crack spreads em níveis elevados, enquanto a gasolina tende a perder força sazonalmente. Ainda assim, os riscos no Oriente Médio e as limitações logísticas continuam sustentando a volatilidade e os preços do setor.

Etanol

Para o 4º trimestre de 2026, o mercado de etanol deve manter uma demanda mais firme, sustentando o consumo de combustíveis leves. Ainda assim, a oferta permanece elevada, impulsionada pela expansão do etanol de milho, e limita a recuperação dos preços. A competitividade frente à gasolina, o mercado de açúcar e a efetividade das subvenções serão decisivos para o nível de preço na entressafra.

Cacau

Até o final deste ano, o mercado de cacau deve permanecer mais equilibrado do que nos anos recentes, embora ainda sob volatilidade. Estoques mais confortáveis e maior disponibilidade de amêndoas tendem a limitar altas expressivas. Já os atrasos na safra do Oeste Africano, os riscos climáticos e as incertezas sobre a produção de 2026/27 sustentam um prêmio de risco.

Petróleo

Neste último trimestre de 2026, o mercado de petróleo deve seguir sustentado pelo risco geopolítico no Oriente Médio e por um balanço global ainda deficitário. Apesar da recuperação parcial dos fluxos de exportação, as incertezas sobre o Estreito de Ormuz mantêm um prêmio de risco relevante. A volatilidade deve permanecer elevada, com preços apoiados por estoques reduzidos.

Açúcar

O mercado de açúcar deve seguir sustentado neste último trimestre do ano por preocupações climáticas em regiões produtoras e pelo ritmo mais lento da moagem no Centro-Sul. Esse cenário favorece um mix mais açucareiro nas usinas e mantém suporte aos preços. A oferta global, o clima e os reflexos sobre o etanol seguirão no centro das atenções até dezembro, no país.

Café

Após a correção observada ao longo do ano, o mercado de café deve encerrar 2026 em busca de equilíbrio. A expectativa de maior oferta, impulsionada pela safra brasileira e pelo clima favorável, mantém viés baixista para os preços. Ainda assim, riscos climáticos ligados ao El Niño, incertezas regulatórias e restrições na oferta de cafés de qualidade sustentam volatilidade.

Pecuária

A pecuária brasileira deve seguir sustentada pela combinação de oferta mais restrita e demanda resiliente. A retenção de matrizes e o avanço da virada do ciclo pecuário reduzem a disponibilidade de animais, enquanto as exportações seguem robustas e diversificadas. Esse cenário favorece preços firmes e mantém perspectivas positivas para o setor até o fim do ano.

Leite e Laticínios

A retomada sazonal da oferta de leite no Brasil deve impor maior pressão ao mercado neste quarto trimestre de 2026. Apesar da demanda ainda resiliente, o aumento da disponibilidade de leite tende a pressionar derivados como UHT, muçarela e leite em pó. Riscos climáticos ligados ao El Niño, porém, podem trazer impactos a produção.

Peso Argentino

O peso argentino deve seguir relativamente estável, sustentado pelo superávit comercial, pela recomposição de reservas e pela atuação do Banco Central. Ainda assim, riscos eleitorais, custos elevados de financiamento externo e um dólar mais forte mantêm o ambiente desafiador. A volatilidade cambial deve permanecer limitada, mas com viés gradual de desvalorização. .

Real Brasileiro

O real deve permanecer sensível aos desdobramentos das eleições brasileiras, à trajetória dos juros nos EUA e às decisões do Banco Central neste fim de ano. Enquanto juros americanos elevados tendem a fortalecer o dólar, o superávit comercial e possíveis riscos inflacionários domésticos podem dar suporte à moeda brasileira. O cenário segue marcado por volatilidade.

Clima

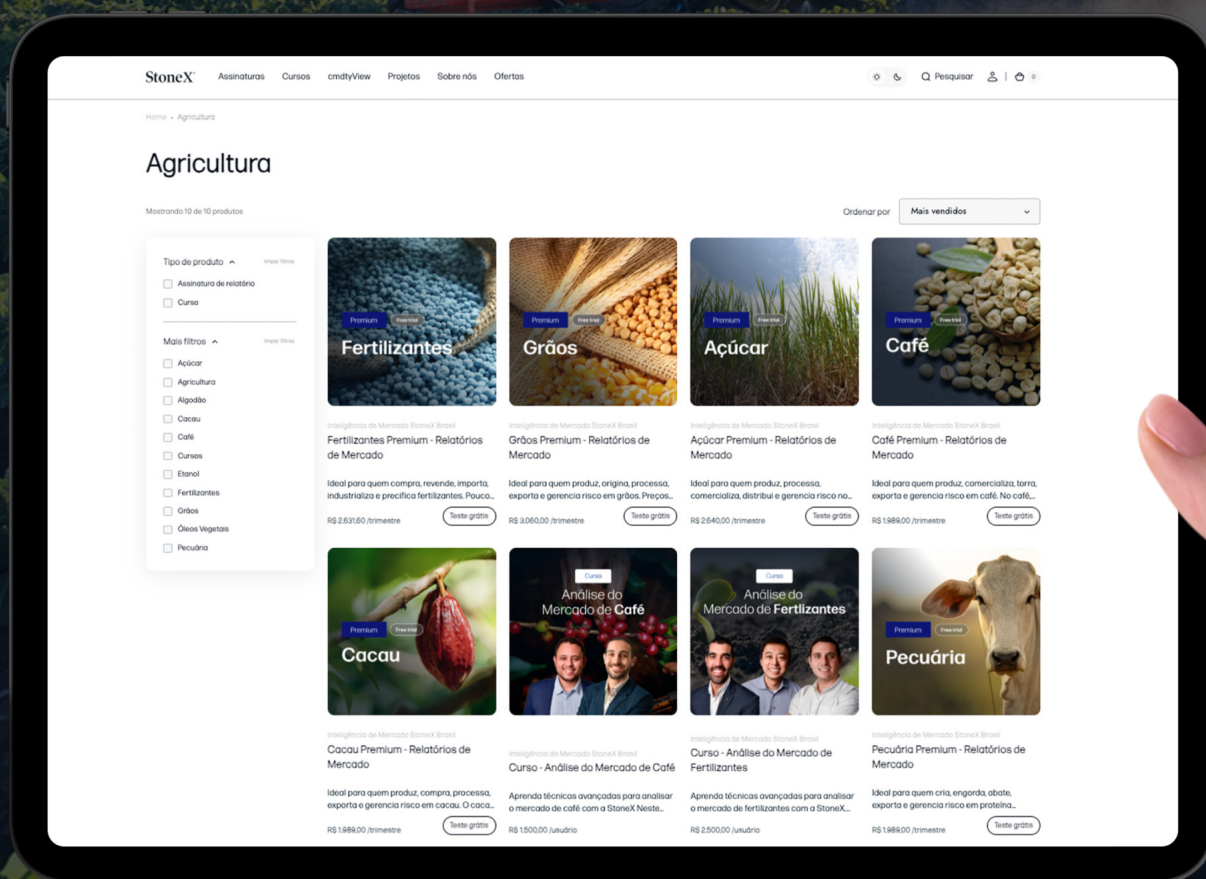
O clima global deve ser marcado pela atuação de um El Niño muito forte, combinada ao Dipolo do Oceano Índico positivo e ao Atlântico mais quente. O cenário aumenta os riscos de calor excessivo, seca e chuvas intensas em diferentes regiões agrícolas. Mais do que os volumes de chuva, a distribuição e o momento das ocorrências serão decisivos para as principais culturas.



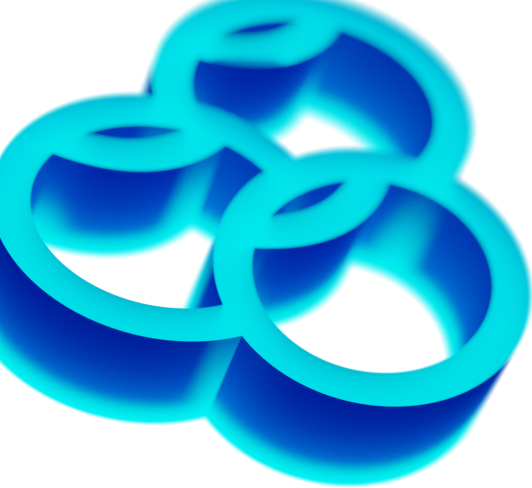
StoneX® Inteligência de Mercado

Relatórios de mercado para o Agronegócio

Teste grátis por 7 dias



Relatórios, análises e perspectivas sobre **café, fertilizantes, grãos** e os mercados que movimentam a agricultura.



Soja



Isabela Garcia
isabela.garcia@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ China cumprindo o acordo de aquisição de 25 milhões de toneladas de soja americana;
- ▲ Aumento da demanda dos Estados Unidos via biocombustíveis;
- ▲ Riscos de El Niño sobre o plantio e desenvolvimento da safra em alguns estados brasileiros.

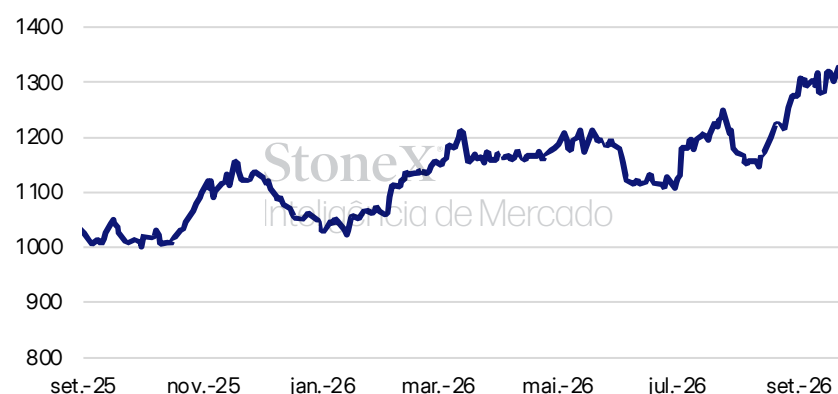
Fatores **Baixistas**

- ▼ Avanço da colheita nos Estados Unidos com safra maior;
- ▼ Estimativas de safras robustas na América do Sul;
- ▼ Manutenção de tarifas chinesas sobre soja americana em 10% limitando maiores compras pelo setor privado.

A soja inicia o quarto trimestre ainda se beneficiando da recuperação das cotações observada ao longo de setembro, quando as atenções se voltaram para a reaproximação comercial entre Estados Unidos e China. Nesse contexto, os contratos negociados em Chicago se aproximaram do maior patamar em quase três anos e, apesar de terem cedido parte dessa alta desde então, acumulam valorização de 14,8% no trimestre. Nos próximos meses, a relação entre os dois países deve seguir como um vetor importante para os investidores, assim como a evolução das safras sul-americanas sob a influência do El Niño.

Essa reação chama atenção por destoar do movimento observado nos trimestres anteriores, quando a soja operava em uma faixa mais estreita, ancorada na safra recorde brasileira e nas boas perspectivas para a produção americana. Do lado da demanda, o cenário permanecia robusto nos Estados Unidos, especialmente em razão dos incentivos ao setor de biocombustíveis e do uso do óleo de soja como matéria-prima preferencial frente a insumos importados, mas não o suficiente para dinamizar os preços.

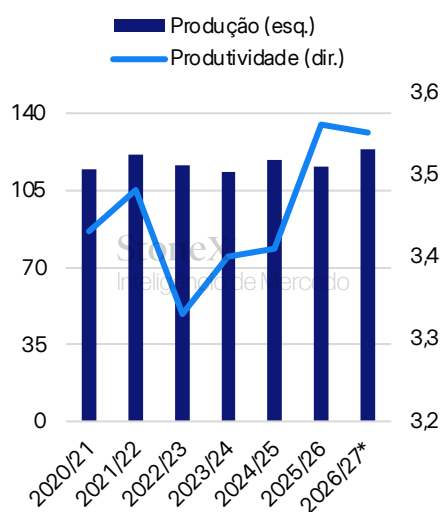
Cotações da soja em Chicago (US\$/bu)



Fonte: CME. Elaboração: StoneX.

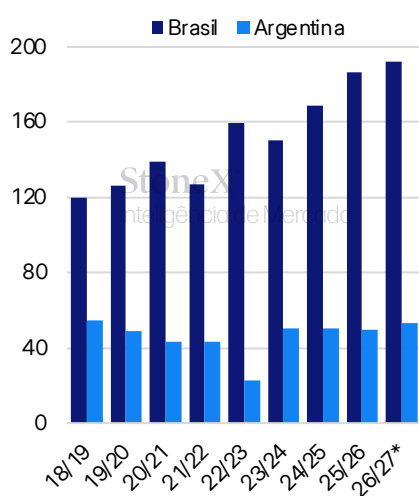
Nos últimos meses, o bom desenvolvimento da safra americana 2026/27 pressionou pontualmente as negociações. O Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA, na sigla em inglês) estima a produção em 123,4 milhões de toneladas, avanço de 6,4%, impulsionado pela expansão da área plantada e pela ausência de intercorrências relevantes na produtividade.

EUA | Produção (milhões de toneladas) e produtividade (ton/ha)



Fonte: USDA. *Estimado. Elaboração: StoneX.

Brasil e Argentina | Produção de soja (milhões de toneladas)



Fontes: BCBA e StoneX. Elaboração: StoneX.

Entretanto, a grande dúvida que pairava sobre o mercado – se a China cumpriria o acordo de aquisição de 25 milhões de toneladas de soja americana até 2028 – ganhou um reforço importante no final do trimestre, com sinais de que esse compromisso pode se concretizar.

Nas semanas que antecederam o segundo encontro do ano entre Xi Jinping e Donald Trump, a China acelerou o ritmo de compras da safra americana 2026/27, com volumes estimados em até 13 milhões de toneladas ao final de setembro. Caso confirmado, esse montante representa metade do compromisso assumido por Pequim para a temporada, em contraste com a ausência de aquisições no mesmo período de 2025/26, quando o acordo ainda não havia sido definido.

Vale ponderar, contudo, que esse movimento tem sido conduzido majoritariamente pelas estatais. As margens de esmagamento na China seguem pressionadas apesar da recuperação recente, o que mantém os processadores privados afastados da origem americana, ainda onerada pela tarifa adicional de 10%. Além disso, trata-se de uma intenção de compra que ainda não se converteu em exportações, gerando o risco de cancelamentos.

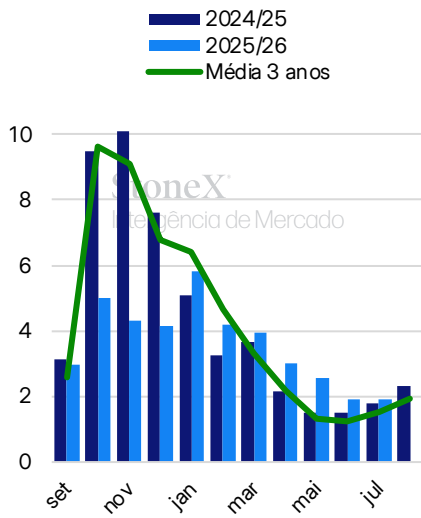
A despeito desses riscos, os agentes passaram a precificar como certo o impacto das compras chinesas sobre o balanço americano de 2026/27. Somada à demanda ainda elevada do setor de biocombustíveis, essa dinâmica consolidou a expectativa de redução dos estoques finais do país para 8,4 milhões de toneladas (-4,6% a.a.) na temporada – nível que vem sendo revisto para baixo pelo USDA em seus relatórios mais recentes, com espaço para novas alterações.

Além dos fatores internos à própria oleaginosa, destaca-se o impacto da nova escalada dos preços do petróleo. Com o setor energético buscando novas máximas diante da intensificação dos conflitos no Oriente Médio e no Leste Europeu, parte desse avanço foi transmitida por meio do óleo de soja. Não se trata de um fundamento determinante para a precificação em Chicago, mas a continuidade do risco geopolítico favorece oscilações nos demais mercados agrícolas, sem sinais de desfecho simples ainda em 2026.

Para além da relação comercial entre China e Estados Unidos, o fator climático deverá ser acompanhado de perto nos próximos meses, à medida que avançam o plantio e o desenvolvimento das safras sul-americanas sob um El Niño bastante intenso. De acordo com a Administração Oceânica e Atmosférica Nacional (NOAA, na sigla em inglês), a possibilidade de um fenômeno “muito forte” se estende até fevereiro de 2027, com perda gradual de intensidade e retorno a uma faixa de neutralidade apenas no segundo trimestre do próximo ano.

Atualmente, as estimativas para o Brasil ainda apresentam bons números. De acordo com a StoneX, a produção ficará em 183,4 milhões de toneladas, crescimento modesto de 0,4% frente à temporada 2025/26, sustentado pela área plantada levemente maior e moderado pelas oscilações de produtividade entre os estados diante do El Niño.

EUA | Exportações mensais de soja (milhões de toneladas)



Fonte: MDIC. Elaboração: StoneX.

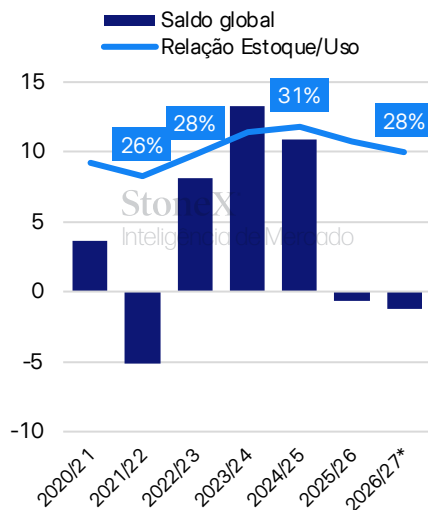
Em geral, esse fenômeno costuma trazer resultados mistos para a produção brasileira. O maior volume de chuvas no Rio Grande do Sul favorece o desenvolvimento das lavouras, enquanto as regiões mais ao norte enfrentam risco elevado de seca. Nos eventos fortes recentes, 2015/16 e 2023/24, o Mato Grosso registrou queda de produtividade nas duas ocasiões, de 8,3% e 15,8% ante o ciclo anterior, respectivamente. Em 2015/16, o epicentro das perdas foi a região Norte e Nordeste, com recuo de 28%. No território gaúcho, o resultado oscilou entre estabilidade em 2015/16 (-0,7%) e alta de 43,3% em 2023/24, o que amorteceu parte da perda nacional.

Dessa maneira, os agentes acompanharão de perto o plantio e o desenvolvimento da soja brasileira. Os primeiros levantamentos indicam um início positivo da semeadura, em linha com anos anteriores, mas revisões de produtividade ainda podem alterar a perspectiva de crescimento da produção e sustentar as referências de preço. No curto prazo, durante a entressafra, observa-se uma redução das exportações brasileiras, o que abre mais espaço para a origem norte-americana no comércio internacional.

Para a Argentina, a perspectiva é de uma produção elevada de soja, entre as maiores dos últimos anos. De acordo com a Bolsa de Cereais de Buenos Aires (BCBA), a projeção é de avanço para 53,6 milhões de toneladas em 2026/27 (+7% a.a.). O movimento seria reflexo da expansão da área cultivada, de 16,8 para 17 milhões de hectares, apoiada pela menor intenção de plantio de milho em favor da oleaginosa.

Além disso, o fator climático tende a ser mais favorável para a Argentina, pois, historicamente, o El Niño amplia o volume de chuvas e reduz o risco de seca durante o desenvolvimento das lavouras. Em 2015/16, o país colheu 59,1 milhões de toneladas de soja, a segunda maior safra de sua história. No entanto, é necessário cautela com essa relação, uma vez que um fenômeno de forte intensidade pode gerar excesso de chuvas, especialmente na janela de plantio.

Mundo | Saldo global (milhões de toneladas) e relação estoque/uso (%)



Fonte: USDA. *Estimado. Elaboração: StoneX.

A partir dessas considerações, os investidores monitoram o balanço global da oleaginosa. Segundo as projeções do USDA para 2026/27, a expectativa é de um saldo negativo pelo segundo ano consecutivo (-1,2 milhão de toneladas), mas ainda insuficiente para gerar estresse nos estoques globais. A entrada da safra americana pode pressionar as cotações em Chicago até o final do ano, porém o ritmo das compras chinesas atua como moderador dessa tendência, assim como a demanda do setor de esmagamento dos Estados Unidos via programa de biocombustíveis (crescimento de 4% a.a. do processamento).

Para a América do Sul, os próximos meses serão de maior cautela, com os investidores monitorando o clima e seus efeitos sobre a produtividade. A possibilidade de uma boa safra na Argentina chama atenção, embora o peso do país nas exportações globais do grão seja menor. A grande questão, portanto, é a produção brasileira, uma vez que o risco de seca nas áreas mais ao norte pode comprometer o desempenho em 2026/27 e alimentar o sentimento altista.



Milho



Raphael Bulascoschi
raphael.bulascoschi@stonex.com

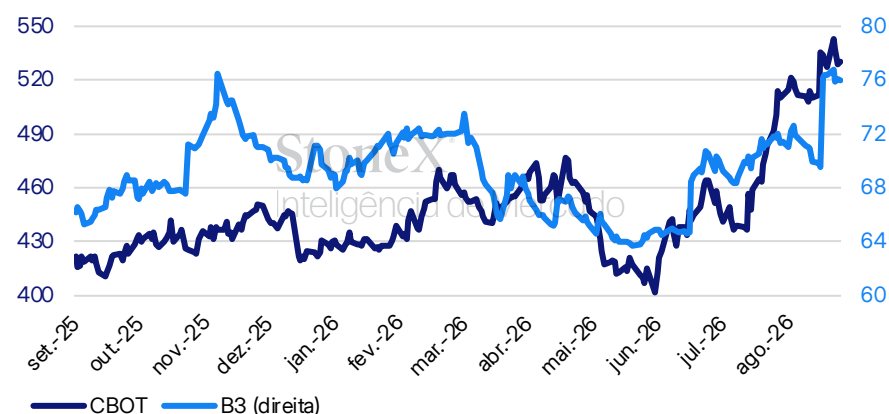
Fatores **Altistas**

- ▲ Produção menor nos Estados Unidos;
- ▲ Conflito no Mar Negro adicionando prêmio de risco ao mercado;
- ▲ Perspectiva de excedentes exportáveis menores do Brasil.

Os últimos meses foram marcados por alta volatilidade nos preços internacionais do milho, e caminhamos para o fim de 2026 com cotações mais apreciadas do que no início do ano.

Vale uma lembrança: a safra 2025/26 foi marcada por um crescimento expressivo da produção global de milho. Puxada sobretudo pelo recorde de área plantada e de produção nos Estados Unidos, a formação de estoques em nível global foi da ordem de 30 milhões de toneladas, levando os estoques finais do mundo – se excluía a China – de 2025/26 ao maior patamar.

Cotações do milho na CBOT (US\$/bu) e na B3 (BRL/saca)



Fonte: CBOT, B3. Elaboração: StoneX.

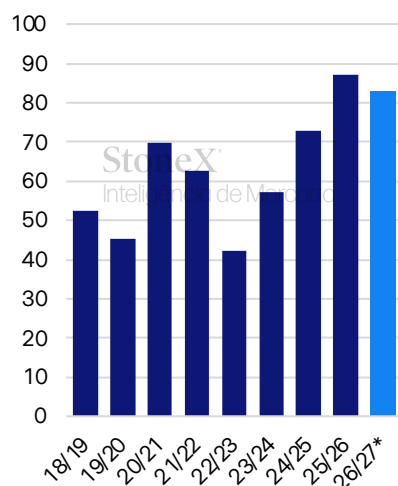
Fatores **Baixistas**

- ▼ Argentina colhe volumes recordes, compensando queda das exportações brasileiras;
- ▼ Mercado global com estoques amplos.

Esse movimento abriu espaço para a trajetória de queda dos preços internacionais que nos trouxe até o cenário atual. Preços pouco remuneradores tornaram o milho menos atrativo do que a soja para o produtor americano em 2026, pressionando a área plantada. Além dos preços, os custos também pesaram nessa conta: com o início da guerra do Irã e o fechamento do Estreito de Ormuz, entre fevereiro e março, os preços da ureia subiram no mercado global, pressionando as margens dos produtores que ainda não haviam adquirido fertilizantes para a safra 2026/27.

O clima ao longo do verão do hemisfério norte adicionou sua própria dose de incerteza ao mercado. Nos Estados Unidos, apesar de um regime de chuvas relativamente normal, as temperaturas muito elevadas durante o pendoamento devem fazer com que os rendimentos da safra 2026/27 sejam insuficientes para manter o mercado bem abastecido.

EUA | Exportações de milho
(milhões de toneladas)



Fonte: USDA. *Estimativa.
Elaboração: StoneX.

Em seu relatório de setembro, o USDA posicionou a safra americana em 401,3 milhões de toneladas, queda de mais de 30 milhões de toneladas ante 2025/26. Ainda que a StoneX esteja mais otimista com essa produção – atualmente projetada em 409,3 milhões de toneladas –, o fato é que o mercado americano passará por um processo de degradação dos estoques.

Em um contexto de exportações americanas bastante elevadas, seria natural supor que uma queda na produção seria um fator de pressão para os embarques. O que observamos, no entanto, é que o fluxo global tende a ficar ainda mais dependente da oferta americana daqui para frente, o que pode ser explicado por uma série de motivos.

O calor dos últimos meses não foi exclusividade dos Estados Unidos. As temperaturas elevadas se somaram a uma estiagem significativa na Europa e resultaram em uma das maiores quebras de safra do continente, o que tende a ampliar a necessidade de importação de milho pelo bloco europeu.

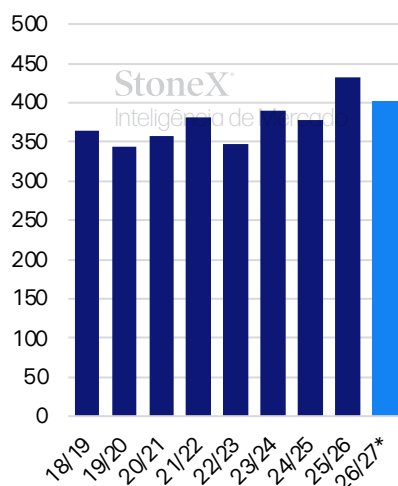
Em condições normais, a Europa poderia recorrer a origens como Brasil e Ucrânia para atender a essa demanda. Cada um desses players, porém, enfrenta hoje restrições particulares sobre a sua capacidade de se manter mais ativo nas exportações globais.

A Ucrânia não tem, hoje, condições de atender ao mercado global com suas exportações de milho. A escalada sem precedentes do conflito com a Rússia transformou a infraestrutura de escoamento de commodities em alvo dos ataques de ambos os lados. A destruição de portos e ferrovias e até mesmo os ataques diretos a navios graneleiros praticamente cessaram o fluxo de exportações pelo Mar Negro. O país ainda pode explorar rotas alternativas, como as ferrovias a oeste e a hidrovia do Rio Danúbio, mas são opções mais caras e que tornam o escoamento mais lento.

Do outro lado, a América do Sul mantém uma produção de milho robusta: o Brasil colheu uma safra bastante ampla em 2026, que se soma à safra recorde da Argentina – origem que também ficou mais competitiva com a redução dos impostos de exportação de milho no começo do ano. Essa oferta forte deve aliviar o mercado no curto prazo, mas o futuro apresenta uma série de incertezas para o Cone Sul.

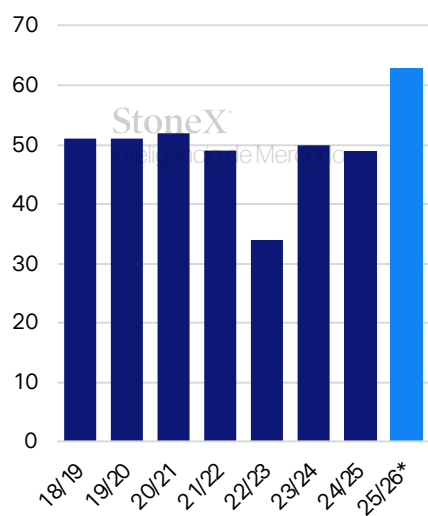
Embora o Brasil siga apresentando oferta crescente, o crescimento em 2026/27 está ameaçado. Pelo lado da área, custos de produção elevados, somados à maior competição por área com outras culturas de segunda safra – como algodão e sorgo –, devem fazer com que a área de milho safrinha varie pouco em relação a 2025/26, algo bastante inédito diante da tendência histórica. Além disso, com os próximos meses sob influência do El Niño, os riscos climáticos se intensificam, com maior possibilidade de redução – e má distribuição – das chuvas no Centro-Oeste brasileiro, além de temperaturas mais elevadas. Esse, no entanto, não é o principal ponto de atenção neste momento: o plantio da soja na primeira safra avança bem, o que tende a aumentar o otimismo com o plantio do milho safrinha em uma janela ideal.

EUA | Produção de milho
(milhões de toneladas)



Fonte: USDA. *Estimativa.
Elaboração: StoneX.

Argentina | Produção de milho (milhões de toneladas)



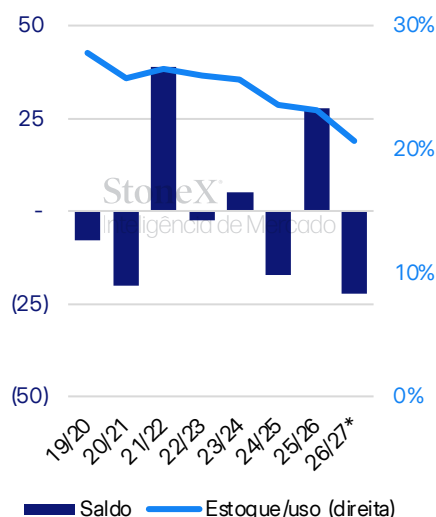
Fonte: USDA e BCBA. *Estimativa.
Elaboração: StoneX.

Ainda que os riscos para a safrinha mereçam atenção, são riscos pouco concretos no momento em que este texto é escrito. Um risco mais palpável para a manutenção do Brasil como segundo maior exportador de milho do mundo é a aceleração do consumo doméstico. O uso de milho pelo setor de etanol deve crescer mais de 5 milhões de toneladas no ano-safra 2026/27, aproximando-se de 30 milhões de toneladas consumidas pelo segmento. Mais milho consumido internamente significa menores excedentes exportáveis, o que representa mais um risco aos fluxos internacionais.

A Argentina joga no sentido contrário. A expectativa é de área estável em 2026/27 na comparação com a área recorde de 2025/26 e, dado o maior otimismo com as chuvas no país em anos de El Niño, há espaço para alguma produtividade melhor em relação à média histórica.

No balanço, o mercado internacional de milho entra no último trimestre de 2026 com riscos elevados. A produção americana menor reduz o colchão de estoques justamente quando a Europa precisa importar mais, a Ucrânia opera com capacidade de escoamento limitada e o Brasil direciona uma parcela crescente da sua oferta para o consumo interno. A colheita de bons volumes na América do Sul sustenta o abastecimento no curto prazo, mas não elimina a dependência da oferta dos Estados Unidos. Nesse arranjo, o clima no Cone Sul entre dezembro e março e o ritmo do consumo de milho pelo setor de etanol no Brasil tendem a ser as variáveis decisivas para definir se os preços seguem apreciados ao longo de 2027 ou se encontram espaço para acomodação. De qualquer forma, o mercado deve seguir influenciado por um prêmio de risco mais elevado no curto prazo, sustentando os preços.

Mundo | Saldo global de milho (milhões de toneladas) e relação estoque/uso (%)



Fonte: USDA. *Estimativa.
Elaboração: StoneX.



Trigo



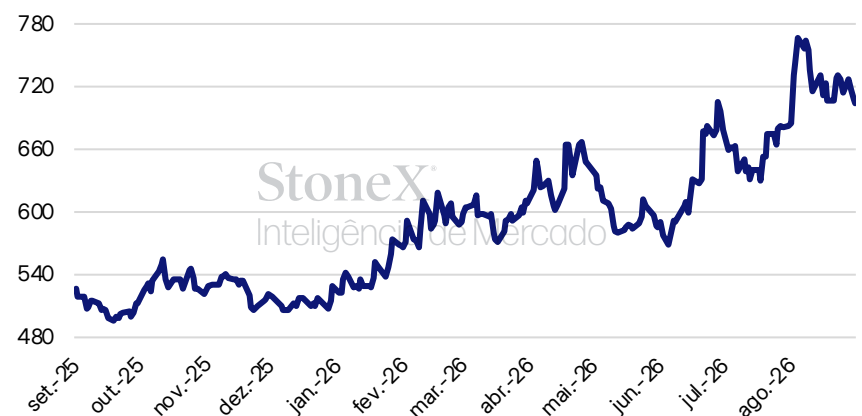
Raphael Bulascoschi
raphael.bulascoschi@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Conflito no Mar Negro sustentando prêmios de risco;
- ▲ Queda nos estoques finais dos Estados Unidos;
- ▲ Riscos climáticos para a próxima safra de inverno no hemisfério norte.

É impossível falar do contexto recente do mercado de trigo sem falar quase que exclusivamente de fatores geopolíticos. A escalada do conflito entre Rússia e Ucrânia foi o fator determinante para orientar os preços globais para cima, principalmente em Chicago. Depois de encerrar junho em 580,75 cents por bushel, o contrato contínuo do cereal voltou a se aproximar de 770 cents por bushel no final de agosto, acumulando ganho de mais de 20% no trimestre.

Cotações do trigo em Chicago (US\$/bu)



Fonte: CME. Elaboração: StoneX.

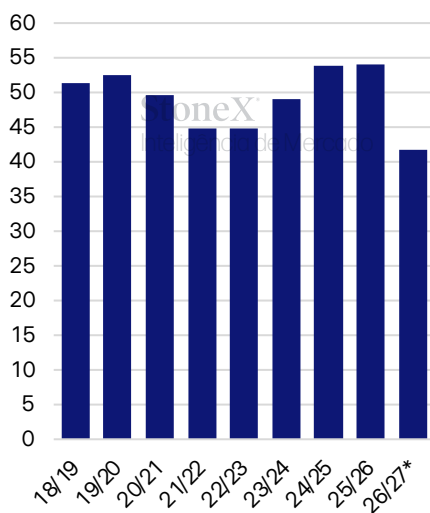
Fatores **Baixistas**

- ▼ Boa produção de trigo na Argentina, Canadá e Austrália;
- ▼ Possível dólar mais apreciado em meio a elevação de juros nos Estados Unidos;
- ▼ Melhora da relação de troca pode incentivar o plantio na próxima safra.

A escalada da guerra não poderia ter vindo em um pior momento. A estimativa para a produção americana de trigo em 2026/27 é uma das menores dos últimos anos, muito influenciada pela seca que atingiu as Planícies durante o ciclo de inverno e pela menor área plantada da série histórica, de acordo com os dados do USDA. O departamento manteve a safra do país em 41,7 milhões de toneladas em setembro, com estoques finais em 19,5 milhões de toneladas. Mais relevante do que os números em si é a posição que os Estados Unidos passam a - ou deixam de - ocupar. O país é projetado como apenas o quinto maior exportador mundial em 2026/27, com os embarques no menor nível das últimas três safras.

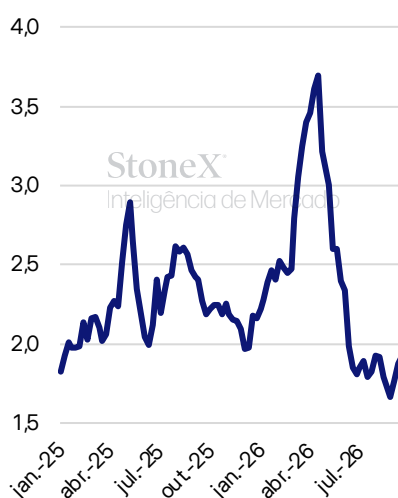
O contraste entre o balanço americano e o global, no entanto, ajudou a manter os preços bem comportados nos últimos anos. Enquanto os Estados Unidos diminuem sua produção de trigo, o mundo segue com um abastecimento suficiente. Países como Canadá, Austrália, Ucrânia e Argentina devem ter boas safras em 2026/27, o que deve fazer com que a relação estoque/uso global se mantenha relativamente comportada.

EUA | Produção de trigo (milhões de toneladas)



Fonte: USDA. *Estimado. Elaboração: StoneX.

Ureia FOB NOLA x trigo CBOT (t de trigo/t de ureia)



Relação de troca. Fontes: StoneX e CME.
Elaboração: StoneX.

Seria contraintuitivo pensar em um mercado que alcança as máximas dos últimos 3 anos em um contexto de oferta e demanda equilibradas em nível global. O problema, no entanto, não é a falta de trigo, e sim a dificuldade de movimentá-lo. Os embarques do Mar Negro mostraram uma desaceleração a partir de agosto, resultado de uma infraestrutura portuária danificada pela escalada da guerra entre Rússia e Ucrânia. Ataques aos portos no Mar de Azov e ao porto de Novorossiysk, na Rússia, bem como a embarcações civis no Estreito de Kerch, tornaram o fluxo de trigo russo bastante complicado em uma janela que costuma ser a de intensificação das exportações russas do grão. Apesar da ampla disponibilidade de trigo no maior produtor do mundo, esse produto está represado, elevando o prêmio de risco e redesenhando os fluxos internacionais.

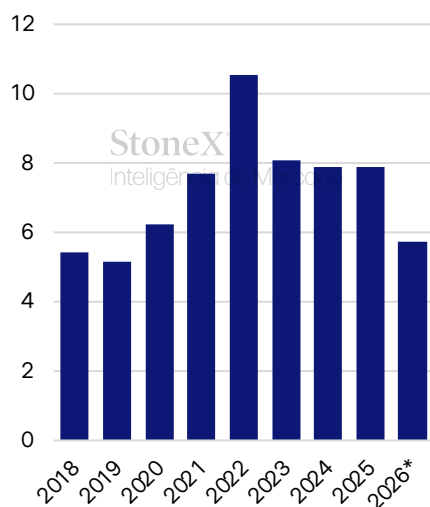
A União Europeia pode, nesse contexto, se beneficiar de um mercado maior, mas enfrenta seus próprios desafios. Como se sabe, o bloco enfrentou um verão bastante adverso do ponto de vista climático, e, conforme avançamos sobre o período de semeadura da safra de inverno, os riscos climáticos seguem elevados. O continente segue registrando precipitação abaixo da média histórica, com temperaturas elevadas também afetando a umidade do solo, o que pode ser um risco – embora ainda muito inicial – para o plantio.

Um grande beneficiado desse movimento é a Argentina, por diversos motivos. O primeiro deles é que o país colheu uma safra excelente – na casa dos 23,4 milhões de toneladas, abaixo dos 27,8 milhões do ciclo recorde anterior, mas em recuperação frente às estimativas iniciais da temporada. Além disso, desde maio deste ano, o governo passou a reduzir as retenções, colaborando para preços FOB mais competitivos em relação a outros grandes players do mercado global, o que tende a ser um fator de suporte aos embarques do país.

O Brasil vai na direção oposta e viverá um dos períodos mais apertados dos últimos anos. A Conab estima a safra 2026/27 em 5,8 milhões de toneladas, queda de 26,2% na comparação anual, resultado de uma retração de 20,4% na área plantada, para 1,95 milhão de hectares, e de uma produtividade média próxima de 3 toneladas por hectare. A redução reflete margens apertadas há sucessivas safras, fator que ganhou ainda mais peso no primeiro semestre deste ano, quando a diminuição de fluxos pelo Estreito de Ormuz elevou os custos com fertilizantes, principalmente os nitrogenados. O clima também pesou negativamente para a produtividade da safra gaúcha. O excesso de umidade no Rio Grande do Sul durante boa parte do ciclo comprometeu rendimento e qualidade, e os mapas ao longo das últimas semanas seguiram indicando chuvas no período de colheita, o que mantém viés de baixa sobre o número atual.

A consequência direta é o salto das importações. A Conab projeta compras externas de 7,1 milhões de toneladas em 2026/27, o maior volume desde 2006/07. Em um contexto em que os preços internacionais estão mais elevados, essa maior dependência das importações pode ser um fator que pese sobre as margens dos moinhos brasileiros. Além disso, a questão de qualidade também pesa: anos de El Niño costumam trazer um verão mais chuvoso para regiões produtoras de trigo na Argentina – que é historicamente a principal origem do trigo importado pelo Brasil –, o que pode ter impactos sobre a qualidade da safra, sendo um fator de risco ainda mais relevante, uma vez que seria um fator que entregaria um prêmio para o trigo de maior qualidade.

Brasil | Produção de trigo (milhões de toneladas)



Fonte: Conab. *Previsão. Elaboração: StoneX.

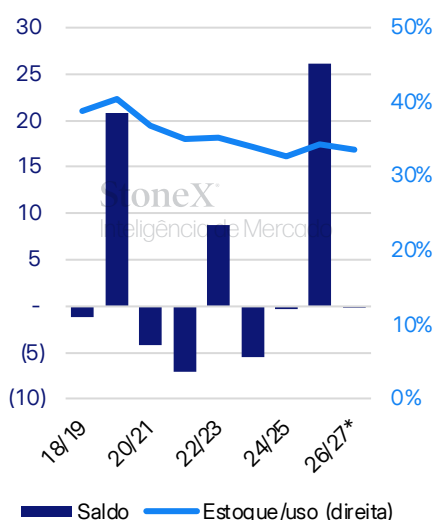
Como se não bastassem essas diversas camadas de risco para o consumidor brasileiro, o câmbio também será um fator de relevo olhando para o último trimestre do ano. A proximidade do calendário eleitoral brasileiro tende a entregar uma maior volatilidade cambial, o que pode tornar o produto importado ainda mais caro.

Falando em câmbio, a influência do mercado de moedas sobre os preços de trigo é substantiva e também deve ser um fator a ser acompanhado pelo mercado. Na medida em que o FOMC deixa de apresentar um direcionamento de estabilidade da taxa de juros para uma elevação em um contexto de inflação mais desafiadora, uma possível influência de um dólar mais apreciado pode também movimentar as cotações do trigo em Chicago.

Em síntese, o mercado global de trigo entra no último trimestre de 2026 com fundamentos mistos. Embora a relação estoque/uso global não represente uma grande ameaça neste momento, o prêmio de risco geopolítico tende a ganhar protagonismo no mercado, elevando as perspectivas de preços mais elevados no curto prazo.

Uma resolução do conflito no Mar Negro não parece estar no radar, o que deve continuar sustentando o prêmio de risco na região, trazendo repercussões para todo o mercado global. Do ponto de vista dos fundamentos de oferta, o último trimestre será marcado pela colheita da safra argentina e pelo plantio das safras de inverno nos Estados Unidos e na União Europeia. A melhora da relação de troca com fertilizantes ao longo dos últimos meses pode ser um fator de encorajamento sobre a área plantada, o que aumenta o otimismo com a oferta para o próximo ano. Ainda assim, um clima quente e seco segue como uma preocupação importante na iminência do plantio de inverno do hemisfério norte. De maneira quase diametralmente oposta, a possibilidade de maiores chuvas acende uma preocupação na Argentina, conforme o país se prepara para avançar com a colheita ao longo dos próximos dias.

Mundo | Saldo de trigo (mi t) e estoque/uso (%)



Fonte: USDA. *Estimado. Elaboração: StoneX.



Algodão



Raphael Bulascoschi
raphael.bulascoschi@stonex.com

Fatores **Altistas**

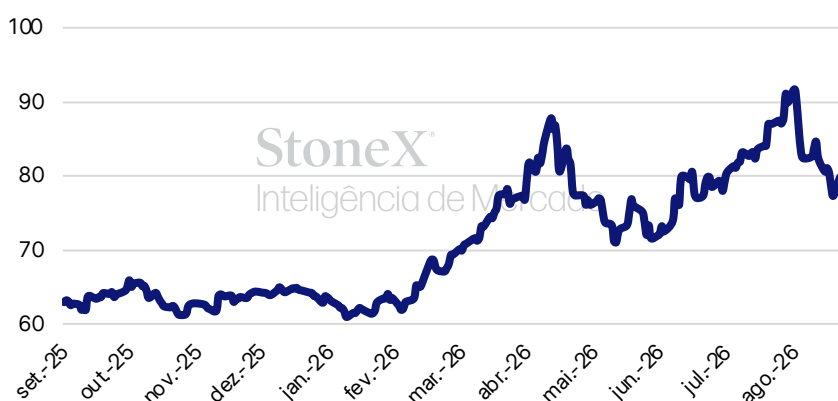
- ▲ Queda na produtividade americana frente a clima adverso;
- ▲ Preços de petróleo mais apreciados, elevando preços do poliéster;
- ▲ Queda da produção australiana.

No último trimestre, os preços do algodão deram continuidade à trajetória predominantemente altista observada desde o início do ano. Entre os últimos dias de agosto e os primeiros dias de setembro, os futuros da pluma atingiram as máximas anuais e, paralelamente, os maiores patamares desde janeiro de 2024. O movimento foi guiado por uma série de fatores que foram construindo uma colcha de retalhos altista para a fibra natural neste ano especificamente. Entre preços mais elevados de petróleo, tensões geopolíticas, preocupações com a oferta em nível global e um movimento especulativo que exacerbou toda essa fundamentação altista, o mercado da pluma entra no último trimestre do ano com preços operando a níveis considerados altos olhando de uma perspectiva histórica.

Fatores **Baixistas**

- ▼ Boas safras brasileiras, com perspectiva de manutenção do protagonismo do país no comércio global;
- ▼ Riscos de desaceleração econômico com juros mais elevados;
- ▼ Consumo global sujeito a revisões para baixo.

Cotação da primeira tela de algodão na ICE/NY (US\$/lb)



Fonte: ICE/NY. Elaboração: StoneX.

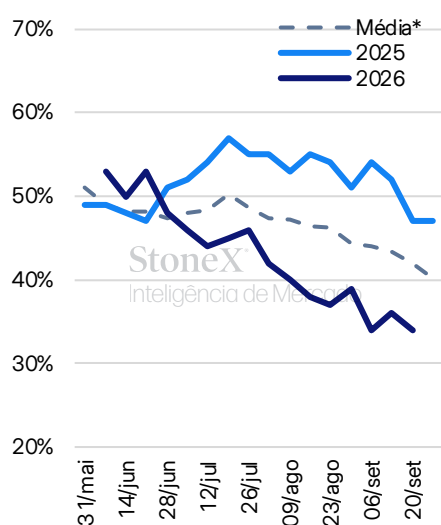
Os preços do petróleo são um dos fatores que mais chamam atenção. Em setembro, a commodity energética voltou a ser negociada acima de US\$ 100 por barril. Uma escalada do conflito para além do estreito de Ormuz – com ataques também sendo observados em oleodutos sauditas e embarcações no Mar Vermelho – elevou as preocupações do mercado com o abastecimento global de petróleo, além de afastar a possibilidade de uma resolução pacífica do conflito no Irã no curto prazo. Preços do petróleo mais elevados ajudaram a aumentar também os preços do poliéster – derivado fóssil que compete com o algodão na indústria têxtil –, o que elevou as expectativas com relação à demanda por algodão, sugerindo um comportamento mais altista pelo lado da demanda do balanço global.

Petróleo Brent | contrato contínuo (US\$/barrel)



Fonte: ICE/Londres. Elaboração: StoneX.

EUA | Lavouras de algodão em condição boa ou excelente (%)



Fonte: USDA/NASS. *Média de 2021 a 2025. Elaboração: StoneX.

Ainda no campo geopolítico, a continuidade das tensões no Mar Negro, entre Rússia e Ucrânia, também contribui para a dinâmica altista do segmento energético e agrícola, adicionando ainda mais camadas de prêmio de risco geopolítico ao complexo de commodities. Ataques a refinarias russas e infraestrutura ferroviária e portuária elevaram o risco desses países de manterem um fluxo de exportação normalizado de diesel, milho e trigo, trazendo efeitos para toda a cadeia e elevando o interesse especulativo no complexo de commodities.

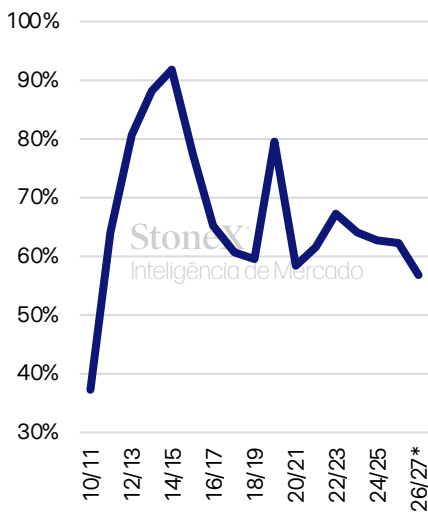
No final das contas, no entanto, o risco geopolítico seria algo menor no mercado se o mercado global estivesse passando por um cenário de estabilidade. Não é o que se observa. A relação estoque/uso em nível mundial, segundo estimado pelo USDA, deve ser, na safra 2026/27, a menor desde 2010/11, movimento pautado por um crescimento do consumo e por um recrudescimento da oferta.

Do lado da produção, o recuo se dá de forma bem distribuída entre os principais produtores. Nos Estados Unidos, a produção deve cair 5,3% em relação à safra passada, dado que, em meio ao clima excessivamente seco no país, a atual temporada deve apresentar uma produtividade 2,8% menor do que a registrada em 2025/26. Segundo a NOAA, o volume de chuvas entre os meses de agosto e setembro esteve entre 20% e 60% abaixo da média histórica em praticamente toda a região produtora de pluma, incluindo o noroeste do Texas e o Delta do Rio Mississippi. Simultaneamente, observa-se que, entre julho e setembro, essas mesmas áreas registraram temperaturas entre 2°C e 4°C acima do habitual. O resultado disso foi que as lavouras de algodão apresentaram um desenvolvimento bastante complicado. Conforme o USDA, apenas 34% das lavouras encontravam-se em condições boas ou excelentes até a última semana de setembro, 13 p.p. abaixo do observado no mesmo período de 2025 e 8 p.p. abaixo da média histórica.

Além dos Estados Unidos, os desafios climáticos às safras de algodão também são observados na China e na Austrália. No país oceânico, as estimativas do USDA continuam, assim como em junho, sugerindo uma produção de 650 mil toneladas, 33,7% menor em relação às 980 mil obtidas em 2025/26, uma vez que o El Niño deve reduzir significativamente a pluviometria e impactar as decisões de plantio locais. No país asiático, a produção deve ser de 7,79 milhões de toneladas, 6,4% menor em comparação à temporada anterior, sendo que há margem para novos cortes nas estimativas, uma vez que o clima em Xinjiang, principal região produtora de pluma na China, segue bastante quente e seco.

Na Índia, o USDA estima que a produção na safra 2026/27 deva alcançar 5,23 milhões de toneladas, volume 0,8% superior ao da temporada anterior. Ainda assim, acredita-se que haja margem para revisões negativas, uma vez que a pluviometria na região centro-sul, onde está concentrada a maior parte das lavouras do país, encontra-se abaixo das médias históricas. Esse cenário contribui para a ocorrência de déficits hídricos e, consequentemente, prejudica o desenvolvimento da pluma no país.

Mundo | Relação estoque/uso de algodão por ano-safra (%)



Fonte: USDA. *Estimativa. Elaboração: StoneX.

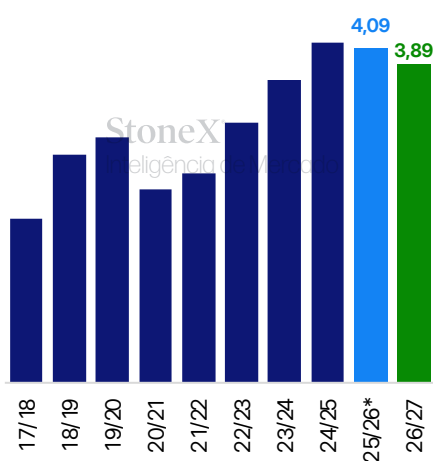
Em termos acumulados, as anomalias de precipitação em Gujarat e Maharashtra, estados responsáveis por cerca de 48% da produção, foram de, respectivamente, -8% e -18% em relação à média histórica entre o início de junho e o final de setembro, período de plantio e desenvolvimento inicial da safra. Mais ao sul, em Karnataka e Andhra Pradesh, responsáveis por 14% da produção, a pluviometria ficou quase 30% abaixo da média histórica. Esse se apresenta como um risco que pode voltar a movimentar o mercado no curto para médio prazo – principalmente considerada a possibilidade de uma continuidade do clima adverso em função do El Niño. Eventuais perdas produtivas poderiam fazer a Índia reduzir novamente as tarifas de importação de algodão, o que seria algo importante para os fluxos globais, se levado em consideração o fato de o país ser o segundo maior consumidor do mundo.

No Brasil, a safra 2025/26, que terminou de ser colhida recentemente, apresentou resultados impressionantes na ótica dos rendimentos. Ainda assim, a produção enfrentou um desafio que foi o recuo da área plantada, fazendo com que a produção da safra, estimada em 4,09 milhões de toneladas, ficasse abaixo do ano passado, conforme as estimativas da StoneX. A perspectiva é de que, para a safra 26/27 devamos ter uma área plantada maior. O atual contexto de preços melhores tornou o algodão bastante atrativo do ponto de vista de rentabilidade para o produtor brasileiro. Ainda assim, os níveis de rendimento da safra 2025/26 foi bastante elevado. Sendo assim, ainda não é dado que a safra brasileira do próximo ano alcance os níveis de 2026, apesar do ganho de área, que deve ser de cerca de 5%.

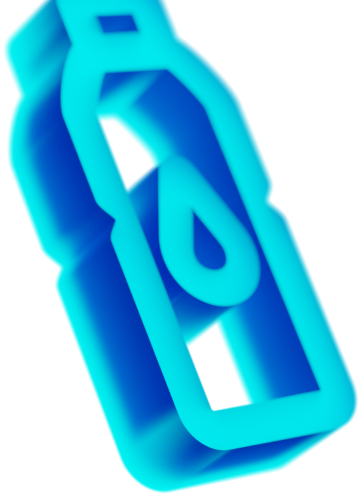
Por fim, a demanda por pluma de Bangladesh, Paquistão e Vietnã, que somados correspondem a 47% das importações mundiais, deve aumentar em 4,9% ao longo da temporada 26/27, em comparação ao período anterior, sendo que no Paquistão, o calor excessivo também incrementou incertezas no que diz respeito ao desenvolvimento das lavouras, onde o impacto do El Niño pode ser sentido de forma semelhante ao que é observado nas regiões produtoras da Índia.

Conforme pode ser muito bem observado por quem acompanha o mercado com cuidado, entramos no último trimestre do ano marcado por riscos altistas relevantes para o balanço global. Com o avanço da colheita e a entrada da entressafra, os riscos altistas tendem a se intensificar, com atenção especial ao ritmo de importações da China e ao desenvolvimento da safra indiana. Ainda assim, é importante destacar que riscos inflacionários, saída de fundos de seu posicionamento comprado na bolsa e um possível desmonte do prêmio de risco geopolítico no complexo de commodities são fatores que tendem a pesar na direção de preços mais equilibrados para a pluma.

Índia | Saldo (mil toneladas) e relação estoque/uso (%) por ano-safra



Fonte: USDA. *Estimativa. Elaboração: StoneX.



Óleos Vegetais



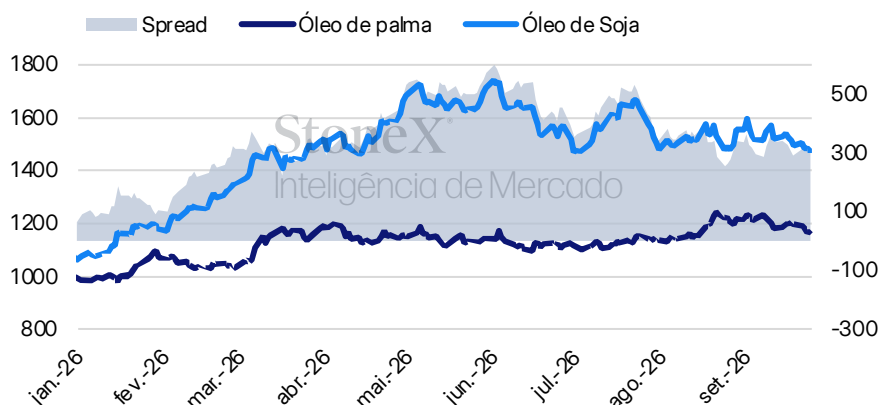
Isabela Garcia
isabela.garcia@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Riscos do El Niño sobre produção de óleo de palma;
- ▲ Desaceleração sazonal do esmagamento no Brasil;
- ▲ Pressão de demanda pelos biocombustíveis nos EUA e Sudeste Asiático.

Os óleos vegetais atravessaram momentos distintos ao longo do terceiro trimestre: enquanto o óleo de soja encontrou resistência e não conseguiu retomar as máximas de junho, o óleo de palma se valorizou e alcançou os maiores níveis desde 2022, em meio aos receios quanto à oferta futura provocados pelo El Niño. As oscilações do petróleo seguiram transmitindo volatilidade aos mercados, com a intensificação do conflito no Oriente Médio atuando como piso para os contratos. Para o quarto trimestre, as referências devem encontrar fatores de pressão relevantes em termos de oferta, mas com o segmento de biocombustíveis limitando maiores deteriorações.

Evolução dos preços de óleo de soja e óleo de palma e spread (USD/tonelada)



Fonte: CME e Bursa. Elaboração: StoneX.

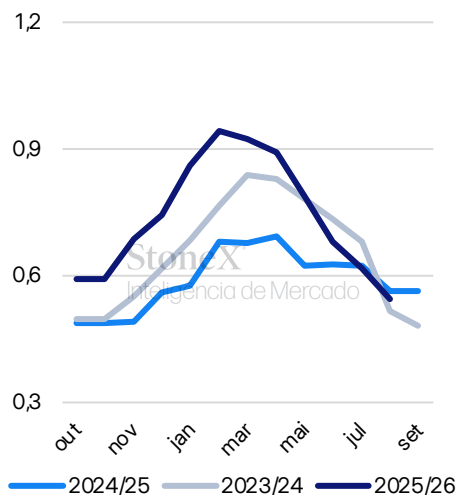
Fatores **Baixistas**

- ▼ Recuperação do esmagamento nos Estados Unidos;
- ▼ Estoques globais de óleo de palma bastante elevados, especialmente na Malásia;
- ▼ Revisão dos prêmios de risco alinhado ao mercado de petróleo como fator de pressão para as cotações de óleos vegetais.

Como mencionado, o rally do óleo de soja em Chicago não se sustentou no terceiro trimestre, com a commodity recuando do pico de US\$ 79/lb e passando a oscilar em intervalo mais estreito, ainda que em terreno positivo no ano. O Renewable Fuel Standard (RFS) de 2026 seguiu sustentando a demanda por biodiesel e diesel renovável, mas parte desse suporte cedeu com a decisão da EPA sobre as isenções a pequenas refinarias, as SREs, que liberam essas plantas das obrigações de mistura.

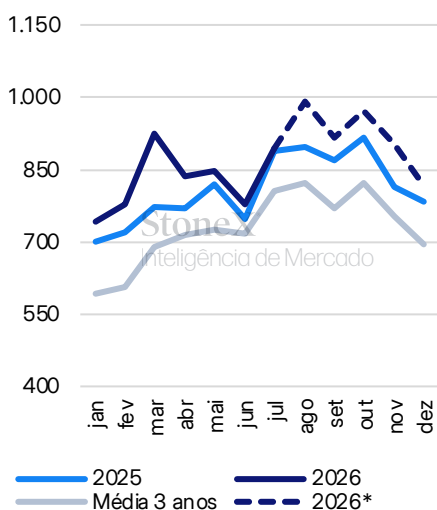
Ao julgar os pedidos do ano de conformidade de 2025, a agência concedeu o equivalente a 1,76 bilhão de RINs, quase o dobro do volume inicialmente projetado. Os rumores em torno desse número pressionaram os mercados de RINs e de óleo de soja nas semanas anteriores ao anúncio, movimento parcialmente revertido quando a EPA anunciou que proporia a realocação integral da diferença (770 milhões de RINs) para as obrigações de 2026 e 2027.

Estoques de óleo de soja nos Estados Unidos - milhões de toneladas



Fonte: NOPA. Elaboração: StoneX.

Vendas mensais de biodiesel no Brasil - mil m³



Fonte: ANP, StoneX *Projetado.
Elaboração e projeções: StoneX.

Dessa forma, a evolução das obrigações para os próximos anos de conformidade será importante para a determinação dos preços do óleo de soja.

Para o quarto trimestre, a demanda por óleo deve seguir aquecida. A geração de RINs D4 somou apenas 5,3 bilhões até agosto, o equivalente a 59% da meta para 2026. Para o cumprimento do RFS, seria necessário um ritmo de 930 milhões de títulos nos próximos quatro meses, patamar não atingido em nenhum momento da série. A Agência de Energia espera que a produção desses biocombustíveis avance 5,5% frente ao terceiro trimestre, para cerca de 61,4 mil m³/dia.

Do lado da oferta, porém, a tendência é de alívio. Os estoques de óleo de soja reportados pela NOPA recuaram ao menor nível em 21 meses em agosto, reflexo da demanda interna, fator que sustentou os preços nos últimos meses. Todavia, com a entrada da safra e projeções de esmagamento recorde para 2026/27, a retomada do processamento já a partir de outubro deve recompor gradualmente o balanço doméstico e limitar o espaço para altas adicionais. O trimestre, portanto, tende a ser definido pela disputa entre um mandato de biocombustíveis ainda distante da meta e a normalização da oferta pós-colheita.

No mercado brasileiro, o óleo de soja encontra momento de valorização na entressafra da oleaginosa. Ao longo do ano, os preços internos foram limitados pela ampla oferta, com o esmagamento avançando 7,4% no acumulado até julho, segundo a Abiove, enquanto a demanda interna pelo óleo ficou estável frente a 2025.

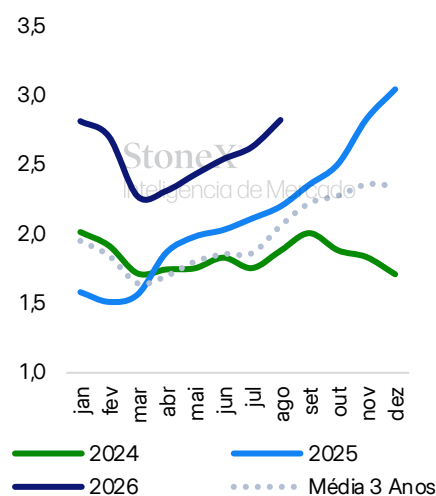
A redução sazonal do processamento, contudo, restringe a oferta em um momento de pico de consumo pelo setor de biodiesel, cujas vendas tradicionalmente atingem o ápice no quinto bimestre (set-out). Soma-se a isso a piora das margens de esmagamento nos últimos meses, que se afastaram do excelente resultado do início do ano – algumas regiões chegaram a operar no negativo, forçando a antecipação de paradas para manutenção. Com isso, as referências em Paranaguá registraram valorização de quase 7% no trimestre, levando o diferencial contra Chicago a se estreitar de US\$ 20/lb em meados de junho para US\$ 11/lb no final de setembro.

Com o plantio de soja começando no país, os próximos meses ainda apontam para um aperto do balanço interno de óleo. Isso favorece preços mais altos, mas reduz a competitividade do produto brasileiro no exterior, tendendo a desacelerar os embarques após um ano muito forte. Entre janeiro e agosto, as exportações somaram cerca de 1,57 milhão de toneladas, alta de 41% no ano, já superando todo o volume de 2025.

Na Argentina, a perspectiva para o quarto trimestre é de oferta ainda robusta de óleo de soja apesar da queda sazonal do esmagamento. O país registrou processamento em ritmo forte nos últimos meses, acumulando alta de 8,8% na base anual. Com margens competitivas e a demanda asiática ainda represada pelos entraves logísticos no Mar Negro, a origem argentina deve seguir ocupando espaço no comércio internacional, especialmente diante do maior aperto sazonal da oferta brasileira.

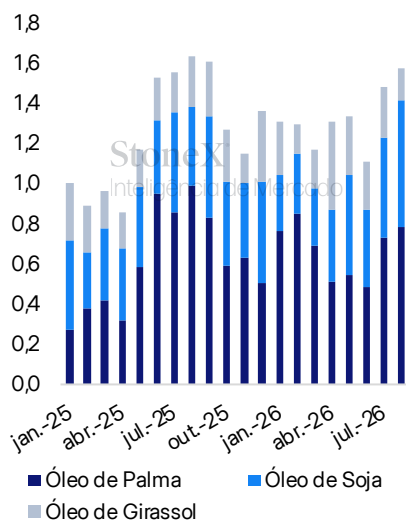
Considerando o óleo de palma, a ampliação dos mandatos de mistura obrigatória de biodiesel para 50% (B50) na Indonésia e 15% (B15) na Malásia deve manter a demanda aquecida, reduzindo o montante exportável e suportando os preços

Estoques de óleo de palma na Malásia (milhões de toneladas)



Fonte: MPOC. Elaboração: StoneX.

Importação de óleos vegetais na Índia (milhões de toneladas)



Fonte: SEA. Elaboração: StoneX.

internacionais. Na mesma direção, os riscos associados ao El Niño também merecem atenção, consolidando fatores altistas para a commodity.

O fenômeno meteorológico já tem reduzido as chuvas em áreas produtoras do Sudeste Asiático. Além de a seca elevar o risco de queimadas, que podem destruir áreas de cultivo, o estresse hídrico prejudica a formação e o desenvolvimento dos cachos, comprometendo a produtividade. Como o impacto desses eventos se manifesta nos meses seguintes à estiagem, eventuais perdas devem atingir a oferta futura, reforçando o viés de sustentação no médio prazo.

No curto prazo, porém, prevalece a tendência baixista, puxada pelos estoques confortáveis na Malásia e pelas expectativas de desaceleração da demanda indiana. Os estoques malaios vêm aumentando progressivamente desde março e superaram 2,8 milhões de toneladas em agosto, o maior volume registrado para o mês na série histórica. Há rumores de que os preços elevados podem levar a Índia, maior importadora global de óleos vegetais, a desacelerar as compras justamente durante o pico de consumo das festividades. Por outro lado, a redução dos impostos de importação sobre os óleos de soja, palma e girassol pode estimular as compras dos agentes indianos no último trimestre do ano.

Para o óleo de girassol, o entrave central no quarto trimestre é logístico. Rússia e Ucrânia respondem por mais de 60% do comércio global do produto, e os ataques recorrentes à infraestrutura de esmagamento e aos portos do Mar Negro seguem comprometendo a capacidade de escoamento. O efeito é direto sobre os fluxos: cerca de 150 mil toneladas com embarque previsto para agosto e setembro foram postergadas, e as importações indianas recuaram para o menor patamar em seis meses em agosto. Assim, mesmo com safra global recorde em 2026/27, a oferta disponível segue represada na origem.

De forma geral, o quarto trimestre deve ser marcado pela disputa entre a recomposição da oferta e a firmeza da demanda por biocombustíveis. O óleo de soja encontra alívio pelo lado do balanço com a entrada da safra americana e a retomada do esmagamento, mas o mandato do RFS ainda distante da meta limita correções mais profundas. No Brasil, a entressafra sustenta os prêmios internos à custa da competitividade externa, abrindo espaço para a origem argentina.

A palma segue com viés baixista no curto prazo diante dos estoques malaios elevados, especialmente se a Índia reduzir suas compras, ainda que os mandatos B50 e B15 e os riscos do El Niño sustentem o médio prazo – cenário em que a competitividade relativa entre palma e soja deve orientar as decisões dos importadores. O girassol, por sua vez, permanece limitado pelos gargalos do Mar Negro, mesmo com safra recorde. Em comum, os mercados seguem expostos ao petróleo e ao risco geopolítico, fatores que devem manter a volatilidade elevada até o fim do ano.



Fertilizantes



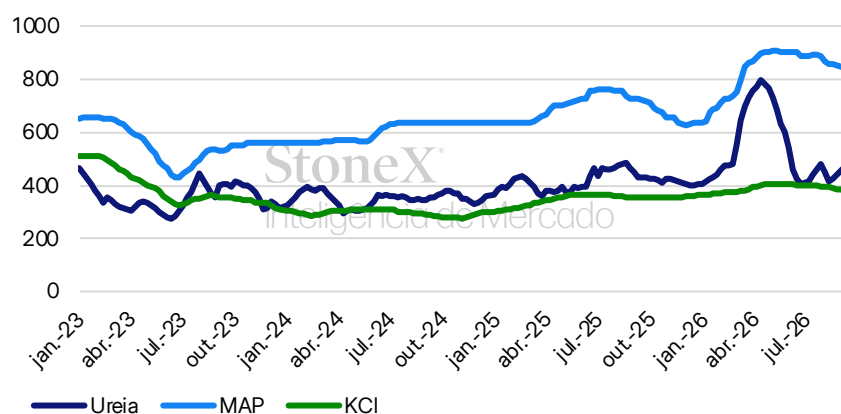
Tomás Pernías
tomas.pernias@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Preparativos para a safra de milho no Brasil;
- ▲ Persistência dos riscos geopolíticos no Oriente Médio;
- ▲ Mercado de enxofre deve permanecer pressionado até o final do ano.

O início do plantio da soja e o avanço da semeadura da oleaginosa nos diversos estados do Brasil marcam o encerramento da janela de importação de fertilizantes para essa cultura. Como a adubação da soja responde por mais de 40% das entregas de fertilizantes no Brasil, presume-se que a atividade dos importadores brasileiros perderá força nas próximas semanas, ao menos no caso de fosfatados e potássicos.

Evolução dos preços CFR Brasil (USD/tonelada)



Fonte: StoneX. Elaboração: StoneX.

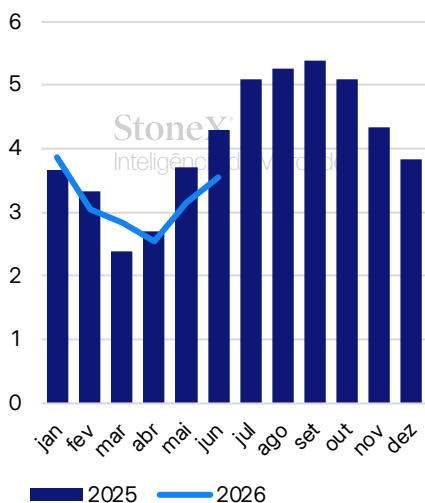
Fatores **Baixistas**

- ▼ Desaceleração sazonal da demanda por fosfatados e potássicos no Brasil;
- ▼ Compradores devem manter postura cautelosa durante boa parte de 2026;
- ▼ Ausência de urgência nas compras de cloreto de potássio;
- ▼ Ampliação da oferta de ureia chinesa.

A desaceleração sazonal da demanda por esses dois tipos de fertilizantes no Brasil costuma ser acompanhada, em maior ou menor grau, por enfraquecimento dos preços nos portos. Esse movimento é esperado para o quarto trimestre do ano, mas, em um contexto de guerra, incerteza e turbulência no mercado internacional, a redução dos preços dependerá das particularidades desses setores em 2026, ano em que a baixa previsibilidade tem sido uma das principais características do mercado.

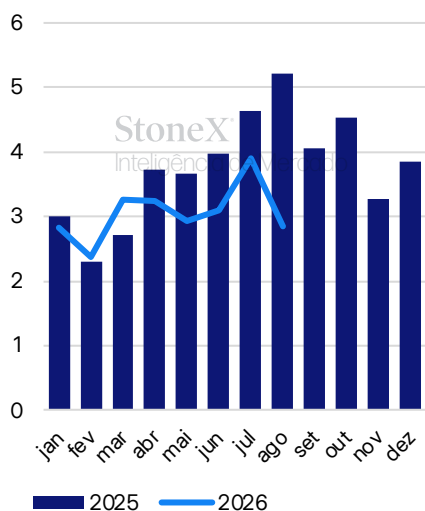
É importante ressaltar, todavia, que uma possível redução dos preços do MAP ou do TSP, produtos cujas cotações se mantiveram elevadas durante boa parte do ano, pode ter efeito limitado no mercado brasileiro ao longo do quarto trimestre. Com a demanda por adubos da soja praticamente coberta, essa queda de preços provavelmente chegará tarde demais para aliviar a situação dos produtores que, desde meados de fevereiro de 2026, enfrentam custos de produção elevados e margens apertadas.

Entregas de fertilizantes
no Brasil (milhões de ton)



Fonte: ANDA. Elaboração: StoneX.

Importações de fertilizantes
no Brasil (milhões de ton)



Fonte: Comex Stat. Elaboração: StoneX.

Assim, uma eventual queda de preços no mercado de fosfatados e potássicos tende a beneficiar apenas os produtores que ainda possuem necessidades de insumos em aberto para 2027. Não é certo, inclusive, que os compradores da safrinha poderão aproveitar esse movimento, pois, até que um preço FOB Marrocos seja repassado com desconto ao comprador no interior do Mato Grosso, podem se passar semanas, dada a extensão do processo logístico das importações de fertilizantes no Brasil.

É importante, ademais, moderar o otimismo quanto a uma queda nas cotações dos fosfatados. A desaceleração da demanda brasileira, por um lado, e a resistência de compradores de outros países a preços elevados, por outro, são fatores baixistas relevantes. Contudo, correções mais intensas tendem a esbarrar em uma oferta ainda reduzida proveniente do Oriente Médio, caso as negociações entre os EUA e o Irã não avancem. Também podem ser limitadas por uma baixa disponibilidade de cargas chinesas, se o país asiático não aliviar suas restrições às exportações de MAP/DAP, e, sobretudo, por uma oferta restrita de enxofre no mercado internacional.

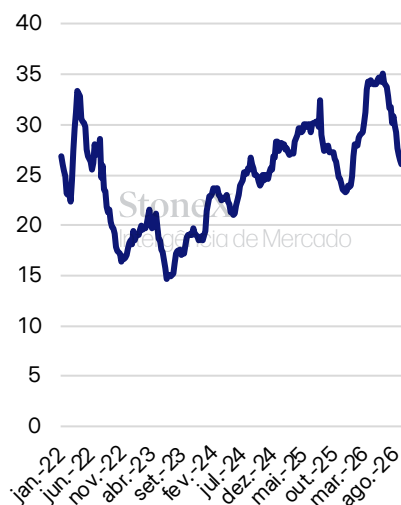
Ainda que tenham surgido indícios de que os piores dias da escassez global de enxofre possam ter ficado para trás, com rumores de aumento da oferta da Rússia e do Cazaquistão, trabalha-se com a possibilidade de que esse mercado continue marcado por um balanço desequilibrado até o fim de 2026, com compradores em busca de cargas, mas sem condições de aceitar as ofertas de venda. Portanto, sem uma diminuição consistente dos preços do enxofre, há dúvida se as empresas fabricantes de fosfatados terão espaço financeiro para ampliar a produção, elevar taxas de utilização e aumentar a oferta global.

O quadro é um pouco mais sensível, e possivelmente menos previsível, no mercado de nitrogenados. No segmento, há alguns fatores que podem trazer alguma sustentação para o setor, fortalecendo os sentimentos altistas no mercado da ureia, SAM e NAM. Mas, por outro lado, surgiram recentemente elementos que mudaram o humor dos investidores e que podem pressionar as cotações para baixo.

Entre os fatores de alta, vale lembrar que, sazonalmente, o quarto trimestre do ano costuma ser um período de alta nas importações de nitrogenados do Brasil. Como um dos maiores importadores mundiais de nitrogenados, o Brasil depende fortemente do mercado externo, e é esperado que, nos meses que antecedem a safrinha, os compradores locais permaneçam buscando cargas para assegurar estoques, o que tende a dar algum suporte aos preços. Compreenda mais sobre a sazonalidade da demanda por nitrogenados no Brasil no curso de [Análise do Mercado de Fertilizantes](#).

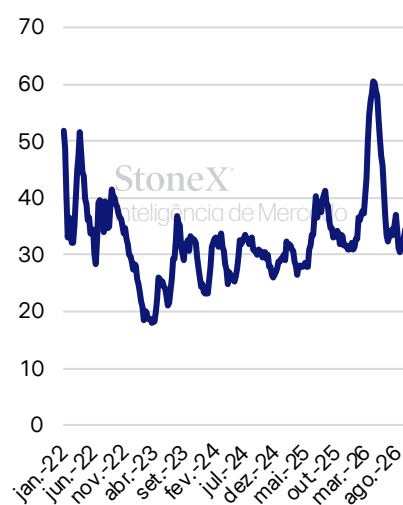
Em segundo lugar, a incerteza geopolítica associada ao conflito no Oriente Médio pode continuar a ser um fator altista. Se as tratativas de paz entre os EUA e o Irã não progredirem, aumentam as chances de que o fluxo de navios pelo Estreito de Ormuz siga reduzido, comprometendo o escoamento de ureia e amônia produzidas na região. Ademais, uma escalada da guerra impulsionaria o preço de commodities energéticas, como o gás, matéria-prima fundamental para a fabricação de nitrogenados.

Relação de troca Soja x MAP
(sacas/ton de fertilizante)



Fonte: StoneX. Elaboração: StoneX.

Relação de troca Milho x Ureia
(sacas/ton de fertilizante)



Fonte: StoneX. Elaboração: StoneX.

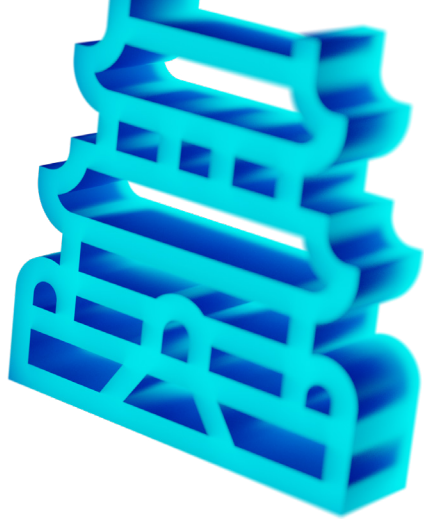
Se a guerra chegar a um desfecho ainda no início do quarto trimestre, a redução dos riscos de navegação pelo Golfo Pérsico será um fator de baixa para os nitrogenados e fosfatados. Porém, sem um passo decisivo dos EUA e do Irã para encerrar o conflito, a indefinição da política externa norte-americana e a ameaça de piora na logística marítima em torno do Oriente Médio continuarão a trazer firmeza aos preços. Há, porém, outro elemento que pode pressionar os preços para baixo. A liberação de uma nova cota de exportação de ureia chinesa deve ampliar a oferta global e ajudar a abastecer mercados-chave, como a Índia, reduzindo a disputa por cargas entre os compradores. Se a China prosseguir com o relaxamento das restrições à exportação no final de 2026, ampliando além do esperado suas vendas externas, há consenso de que este seria um fator baixista.

A Índia, ademais, é outro elemento que dificulta a análise do setor. No quarto trimestre, é comum que o país esteja ativamente buscando cargas de nitrogenados, e essa atividade comercial pode trazer alguma sustentação se novas licitações inesperadas surpreenderem os investidores. Contudo, por ora, o esforço de importação indiano para fortalecer estoques de nitrogenados em resposta ao conflito no Oriente Médio parece ter sido bem-sucedido. Assim, com reservas supostamente mais confortáveis de nitrogenados para a temporada de aplicações da safra rabi, diminui-se a chance de que o país retorne ao mercado buscando mais cargas, o que atenua os impulsos de alta por parte dos fornecedores, ainda que os fluxos de importação sugiram que a Índia possa seguir ativa nos últimos meses de 2026.

Existe, por fim, uma indefinição quanto aos preços do milho, cereal cuja produção é intensiva no uso de nitrogenados. O aumento recente pode reforçar expectativas otimistas para a demanda por nitrogenados, trazendo algum viés de sustentação para a ureia, mas, sem uma recuperação mais vigorosa que mude as relações de troca, esse efeito pode não ser suficiente como gatilho de alta, e uma eventual queda do cereal tenderia, ao contrário, a fomentar sentimentos baixistas.

O mercado de nitrogenados, portanto, deve continuar no centro das atenções, suscetível ao desenvolvimento dos eventos no Oriente Médio, impactado por mudanças da política comercial chinesa e influenciado por aumentos de demanda no Brasil ou resultante de alguma melhora substancial das relações de troca com as commodities agrícolas. Em anos anteriores, a expectativa de demanda adicional do Brasil e Índia nos últimos meses do ano fortaleceria uma visão mais consistente de sustentação do mercado de nitrogenados. Porém, com diversos elementos passíveis de mudança em 2026, como a China, o Oriente Médio e o El Niño, que deve trazer ainda mais cautela aos compradores e acentuar a postura seletiva já observada ao longo do ano, são consideráveis as chances de que os elementos baixistas da conjuntura atual pesem mais, frustrando visões altistas que ganharam força nas últimas semanas.

Em contraste com fosfatados e nitrogenados, o cloreto de potássio deve seguir como o produto com melhor relação de troca. Sem problemas de oferta previstos e com estoques confortáveis, são menores as chances de mudanças bruscas de preço.



China



Joe Zhu
joe.zhu@stonex.com

Lead Project Manager
Market Intelligence

Fatores Altistas

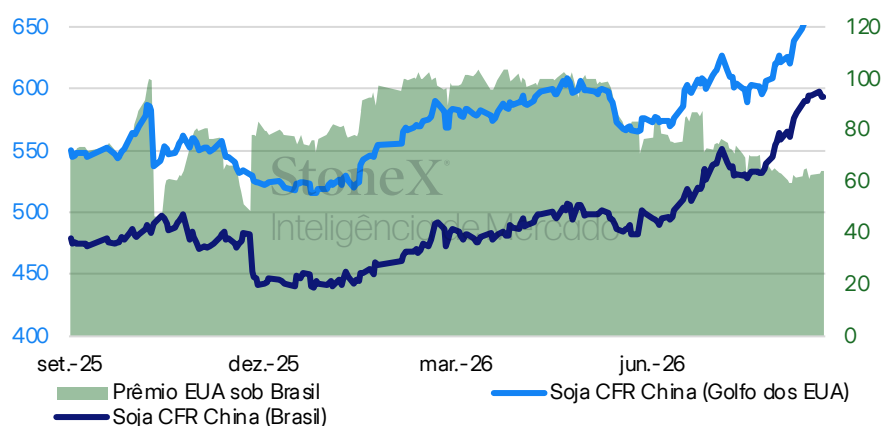
- ▲ Uma trégua comercial entre EUA e China e uma reunião construtiva entre UE e China poderiam reduzir os prêmios de risco associados ao comércio e ao acesso aos mercados;
- ▲ A cobertura limitada para soja entre dezembro e fevereiro pode desencadear compras de reposição e fortalecer os basis de curto prazo;
- ▲ Uma mudança do El Niño de cenário projetado para condição climática adversa poderia acrescentar um prêmio climático relevante ao mercado.

Fatores Baixistas

- ▼ Custos elevados e voláteis de energia podem reduzir os gastos dos consumidores durante a Golden Week e o Singles' Day;
- ▼ Uma safra de milho maior que o esperado e a ampla disponibilidade de substitutos importados para ração podem prolongar a pressão de venda pós-colheita;
- ▼ Oferta persistente de suínos, margens fracas dos produtores e menor demanda por carne suína podem manter os preços dos suínos sob pressão.

A China entra no quarto trimestre com um quadro confortável de oferta de soja. Os fortes embarques brasileiros mantêm ampla disponibilidade no curto prazo. Dados recentes do setor apontam estoques portuários de soja próximos ao recorde de 9,4 milhões de toneladas e estoques de farelo perto de 1,17 milhão de toneladas. Como mostra o gráfico de preços CFR, os embarques brasileiros seguem com vantagem sobre a soja do Golfo dos EUA, mantendo o Brasil competitivo para compras imediatas. Ainda assim, o prêmio da soja norte-americana frente à brasileira recuou para cerca de US\$ 70/t em meados de julho, melhorando a atratividade das compras nos EUA. Isso abriu uma janela comercial mais favorável para compradores chineses adquirirem soja norte-americana, alinhando-se também aos compromissos comerciais reportados.

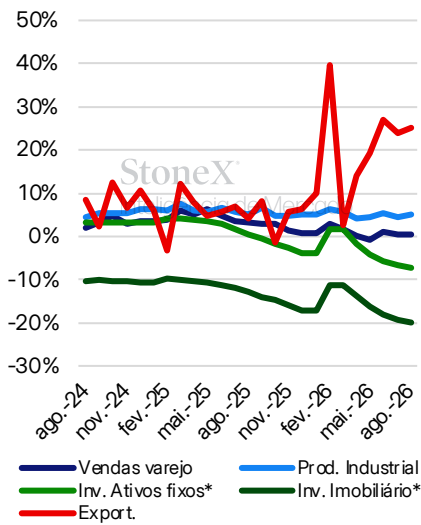
Preço de soja CFR na China por origem



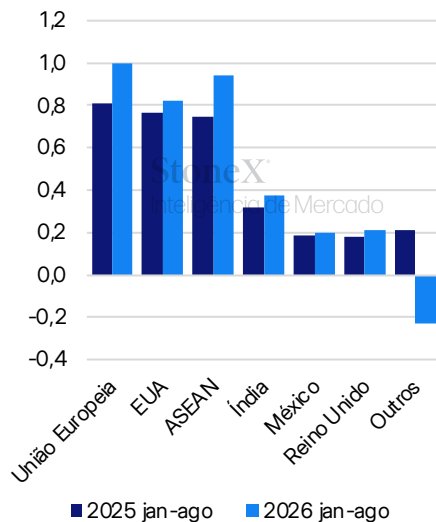
Fonte: Agricensus. Elaboração: StoneX.

Fontes de mercado informaram que estatais chinesas reservaram volumes expressivos de soja dos EUA para embarques de outubro e novembro. A questão agora não é se ou onde a China conseguirá comprar soja, mas quando precisará cobrir determinadas janelas de chegada e a qual prêmio de origem. A cobertura futura é mais apertada entre dezembro e fevereiro, especialmente em janeiro. A trégua tarifária entre os Estados Unidos e a China foi prorrogada por mais dois meses, até 10 de janeiro de 2027. No entanto, a soja norte-americana foi excluída do alívio tarifário adicional previsto no novo mecanismo "30 por 30", mantendo em vigor a tarifa retaliatória chinesa de 10% e frustrando as expectativas do mercado.

Economia em forma de "K" da China



Média diária do déficit comercial com a China

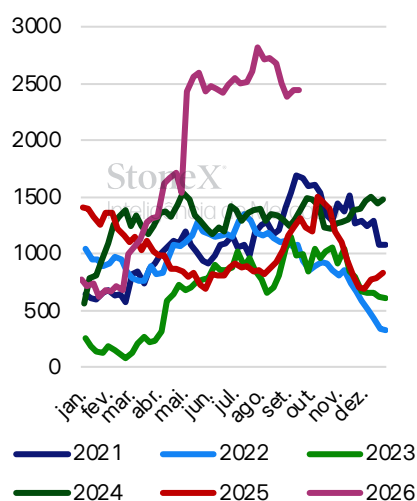


Apesar da ausência de um alívio tarifário adicional, a extensão da trégua comercial deve proporcionar um ambiente mais estável para novas compras de soja dos EUA com entrega durante o inverno, à medida que a China busca cumprir seu compromisso de adquirir 25 milhões de toneladas métricas em 2026. Uma migração mais concentrada para cargas dos EUA no quarto trimestre pode elevar ainda mais o prêmio da origem norte-americana e reduzir o risco de aperto no abastecimento de janeiro. Enquanto isso, os fluxos competitivos de canola e farelo de canola seguem oferecendo uma fonte alternativa de proteína para a indústria de ração. Os altos preços da energia e o prêmio climático associado às expectativas de El Niño também sustentam os preços dos óleos vegetais, dando suporte ao complexo de oleaginosas.

O cenário macroeconômico da China está cada vez mais em formato de "K". As exportações são a principal fonte de dinamismo em 2026, com tecnologia, veículos elétricos e manufatura avançada liderando as vendas globais, enquanto consumo, investimento e setor imobiliário seguem fracos. Em agosto, as exportações avançaram 25,0% na comparação anual em dólares e a produção industrial cresceu 5,2%. Em contrapartida, as vendas no varejo subiram apenas 0,4%, o investimento fixo recuou 7,2% no acumulado do ano e o investimento imobiliário caiu 19,9%. Essa divergência persistiu ao longo do ano e hoje configura um padrão econômico claro. As implicações para as commodities são relevantes. A manufatura voltada à exportação pode sustentar a demanda industrial, de transporte e embalagens, mas não substitui um crescimento amplo impulsionado pelo consumidor. Assim, oferece suporte limitado para uma recuperação duradoura do consumo de óleos comestíveis e carnes. Os preços elevados e voláteis da energia criam um dilema: aumentam os custos de transporte e processamento, sustentando os mercados de óleos vegetais e biocombustíveis, mas reduzem o poder de compra das famílias durante a Golden Week e o Singles' Day. No geral, o impacto líquido sobre a demanda é claramente negativo. Por isso, a perspectiva para o quarto trimestre não é amplamente otimista. Com consumo, investimento e habitação ainda fracos, os dados não indicam uma recuperação rápida e disseminada. Os mercados de commodities continuarão mais sensíveis à demanda externa, aos desdobramentos comerciais e ao apoio governamental do que a uma recuperação significativa do consumo doméstico.

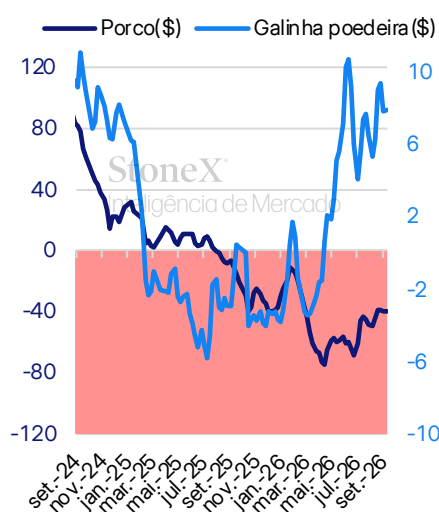
Os crescentes superávits comerciais bilaterais da China tornam-se um risco político cada vez mais importante. Como mostra o gráfico, o déficit médio diário da União Europeia no comércio de bens com a China atingiu cerca de US\$ 1,0 bilhão entre janeiro e agosto de 2026, aproximadamente 25% acima do observado um ano antes. O gráfico também mostra déficits maiores dos Estados Unidos, ASEAN, Índia, México e Reino Unido no mesmo período. A trégua tarifária entre os Estados Unidos e a China foi prorrogada por apenas dois meses, evitando uma escalada imediata das tarifas. No entanto, sua curta duração mantém indefinido o arcabouço de política comercial para além do período de inverno. Essa incerteza pode seguir afetando fluxos comerciais, acesso a mercados e prêmios de origem. A Europa é a outra grande variável a observar. Em seu discurso sobre o Estado da União em 16 de setembro, a presidente da Comissão Europeia, Ursula von der Leyen, afirmou que o "segundo choque da China" já está em curso. Ela também destacou que a fraqueza da demanda doméstica chinesa torna o mercado europeu mais importante, antes de alertar: "Palavras são boas. Mas ações são melhores".

Estoques de sorgo e cevada nos portos do sul na China



Fonte: GDCorn. Elaboração: StoneX.

Margem do produtor: Suínos e Galinhas Poedeiras (USD)



Fonte: Wind, NDRC. Elaboração: StoneX.

Assim, a Consulta de Comércio e Investimento China-UE (TIC), marcada para 8 e 9 de outubro em Pequim, representa um importante marco de risco político. Avanços concretos poderiam reduzir os prêmios de risco ligados ao acesso a mercados e à origem dos produtos, tornando o comércio de commodities mais previsível no quarto trimestre. Pouco progresso manteria em foco as medidas de defesa comercial e a diversificação das cadeias de suprimento, potencialmente redirecionando fluxos comerciais, ampliando diferenciais regionais e alterando ganhadores e perdedores entre os setores.

Os fundamentos dos grãos para ração seguem frouxos às vésperas da colheita. As expedições de campo apontam para uma safra chinesa de milho amplamente adequada: perdas de produtividade em partes do Nordeste são compensadas por melhores rendimentos e qualidade no Norte do país, mantendo a perspectiva nacional estável a ligeiramente mais alta. A entrada da nova safra já pressiona os preços, enquanto o mercado conta com alternativas abundantes. Como mostra o gráfico, os estoques combinados de sorgo e cevada nos portos do sul permanecem próximos de 2,4 milhões de toneladas, o maior nível da história. Isso oferece substitutos prontamente disponíveis às fábricas de ração costeiras e pressiona a competitividade do milho. O trigo de baixa qualidade disponível desde o início do ano fornece uma alternativa adicional. O sorgo brasileiro já começou a entrar nos fluxos comerciais chineses. Quaisquer compras adicionais de sorgo norte-americano ampliarão ainda mais o já abundante volume de grãos substitutos para ração disponível na China. O novo mecanismo “30 por 30” também poderá melhorar a competitividade dos grãos dos Estados Unidos, já que milho, trigo, cevada e sorgo estão incluídos na lista de produtos norte-americanos considerados para um tratamento tarifário reduzido por parte da China. Isso se soma ao compromisso anterior da China de comprar pelo menos US\$ 17 bilhões por ano em produtos agrícolas dos Estados Unidos, excluindo os compromissos específicos assumidos para a soja. No quarto trimestre, os preços do milho podem se estabilizar após o pico da colheita caso as vendas dos produtores desacelerem, os estoques de substitutos recuem, as importações diminuam ou a demanda por ração melhore. Maior apoio governamental ou um evento climático também dariam sustentação ao mercado. Sem um ou mais desses fatores, a recuperação tende a permanecer limitada e a pressão pós-colheita pode persistir.

O mercado de suínos da China entra no quarto trimestre de 2026 em um profundo fundo de ciclo após cerca de 11 meses de perdas e pressão sobre o fluxo de caixa. Os preços médios do suíno vivo medidos pelo JCI, próximos de CNY 10,4/kg (cerca de US\$ 0,70/lb), seguem abaixo do ponto de equilíbrio estimado em CNY 14/kg (US\$ 0,94/lb), resultando em perdas de aproximadamente CNY 390 por animal. A relação suíno/milho de 4,7:1 reforça a gravidade da situação. O gráfico mostra a principal divergência: as margens da suinocultura seguem profundamente negativas, enquanto o retorno das poedeiras permanece positivo, sustentado pelos preços dos ovos. A bovinocultura de corte também apresenta ganhos, com oferta mais restrita e preços mais firmes do gado. Ainda assim, nem aves nem bovinos têm escala suficiente para compensar a fraca demanda de ração do setor suíno.



Ouro e Prata



Rhona O'Connell
rhona.oconnell@stonex.com

Head of Market Analysis
EMEA & Asia

Fatores Altistas

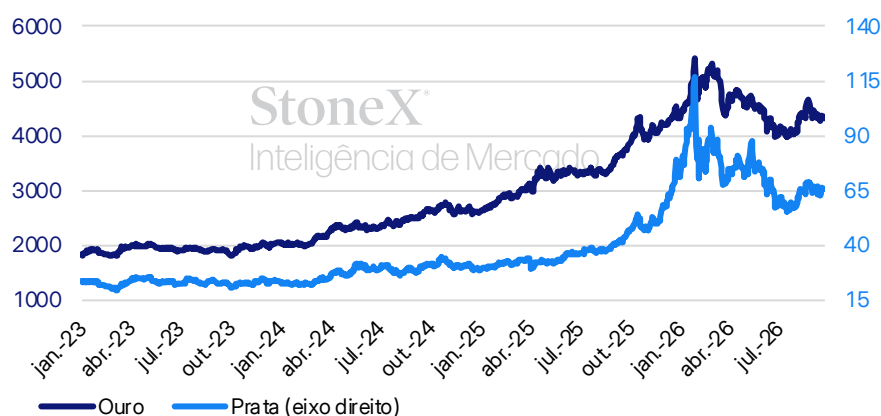
- ▲ Fed mantém os juros inalterados (pouco provável);
- ▲ Congresso sem maioria consolidada, ou maioria republicana nas duas casas;
- ▲ Interesse contínuo do setor oficial (bancos centrais e instituições públicas) dominando as manchetes.

Fatores Baixistas

- ▼ Normalização das cadeias de suprimento no Golfo;
- ▼ Risco de nova fraqueza nos mercados acionários (especialmente entre as "Big Seven");
- ▼ Aperto monetário por bancos centrais; Fed mais hawkish (provável).

Entramos no quarto trimestre de 2026 com ouro e prata em compasso de espera. O ouro reagiu mais às mudanças nos fatores externos do que a alterações concretas nos fundamentos físicos. A prata foi semelhante, mas com discussões crescentes sobre o excesso de oferta no setor solar e o avanço, ainda pequeno, do cobre como substituto parcial da prata nas células fotovoltaicas.

Ouro e prata no mercado à vista

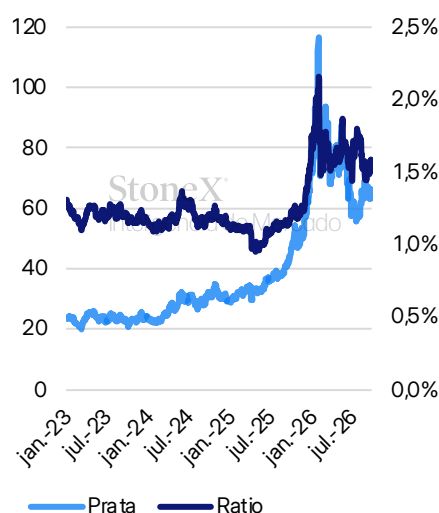


Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

No momento em que escrevemos, entre meados e o fim de setembro, o ouro negociou em uma faixa moderadamente estreita de 18%, partindo da mínima intradiária de US\$ 3.960. Ficou estável em julho, subiu para US\$ 4.697 no fim de agosto e recuou para cerca de US\$ 4.300 no fim de setembro. A prata apresentou movimento semelhante, embora mais vulnerável. Uma tentativa inicial de alta mostrou-se frágil e, enquanto o ouro abriu o trimestre nas mínimas, a prata atingiu US\$ 54,78 em meados de julho, antes de subir para US\$ 71,14 poucos dias depois do ouro, no fim de agosto.

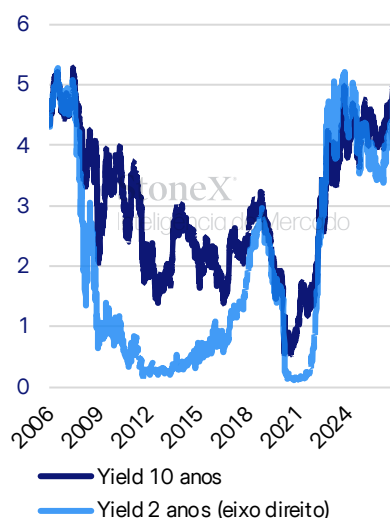
Na data de redação, estava perto de US\$ 65. A prata, portanto, negociou em uma faixa de 30%, em linha com seu beta em relação ao ouro. Quando o ouro oscila x%, espera-se que a prata varie entre 2,0x% e 2,5x%. As máximas dos metais em agosto refletiram, essencialmente, o fracasso da distensão entre Estados Unidos e Irã, que colocou petróleo e rendimentos em trajetória de alta.

Prata e o ratio ouro/prata



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

Yields dos Treasuries de 10 e 2 anos



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

Esses fatores continuarão relevantes no quarto trimestre: (i) qualquer inflação energética ligada ao Golfo, embora o Brent esteja em tendência de queda, de US\$ 109/barril para US\$ 100, após se aproximar de US\$ 97; (ii) os fluxos das cadeias de suprimento; (iii) a política monetária, não apenas nos Estados Unidos; (iv) eventuais desdobramentos sobre a independência do Fed, embora Kevin Warsh demonstre atuação própria; e (v) as eleições de meio de mandato e a posterior composição das duas casas do Congresso.

Provavelmente, o elemento mais importante é a política monetária dos Estados Unidos. Kevin Warsh, reservado nas primeiras coletivas, foi mais claro em meados de setembro, quando o FOMC aprovou por unanimidade uma alta de 25 pontos-base. O dot plot e as declarações posteriores de outros membros mostraram conforto com a solidez do mercado de trabalho. O foco está em conter a inflação e ancorar as expectativas. Warsh afirmou que a inflação permaneceu alta por tempo demais e observou que, por sua contagem, os Estados Unidos acumulavam 65 meses consecutivos fora da meta.

O presidente continua defendendo uma taxa Fed Funds de 1%, enquanto o Tesouro implementou uma mini Operation Twist, vendendo títulos curtos para comprar longos. Para isso, mais que dobrou as compras nos prazos de 10 a 20 anos e de 20 a 30 anos. A operação ainda é relativamente pequena, de US\$ 6 bilhões por rodada, e foi programada por apenas oito semanas a partir de 9 de setembro. Sua eficácia ainda será testada. O mercado de títulos reagiu imediatamente ao anúncio, mas o movimento foi revertido em menos de dois dias, enquanto os rendimentos continuaram subindo.

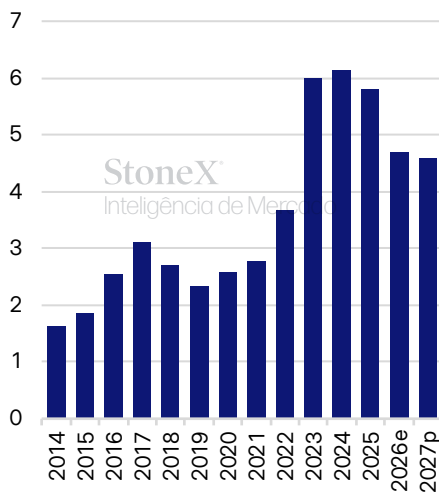
Embora 25 pontos-base possam parecer uma gota no oceano, o efeito das pressões inflacionárias subjacentes e de um Fed mais combativo manterá pressão altista sobre os rendimentos. Isso pressiona a política fiscal, pois se torna mais difícil financiar o déficit, não apenas nos Estados Unidos, mesmo que ele permaneça estável.

O setor de crédito privado também preocupa e está em nosso radar há algum tempo. A alta dos juros aumentou a pressão sobre segmentos fragilizados, pois a maior parte desse crédito tem taxa flutuante. As receitas de juros aumentam, mas os custos de financiamento também. Muitas dessas empresas são alavancadas, o que amplia o risco ao reduzir o caixa e a capacidade de refinanciamento.

Alguns fundos também captam recursos contra suas carteiras de empréstimos. Se os custos subirem mais que as taxas dos empréstimos, a receita líquida de investimentos e a cobertura de dividendos ficam sob pressão, enquanto o valor patrimonial líquido, ou NAV, pode cair. Isso quase cria um círculo vicioso ao aumentar os pedidos de resgate. Há um descasamento: investidores podem solicitar liquidez trimestral, enquanto os empréstimos dos fundos têm prazo de anos. Na prática, BDCs não negociadas em bolsa, ou Business Development Companies, costumam permitir recompras de 5%, mas os pedidos superam esse limite.

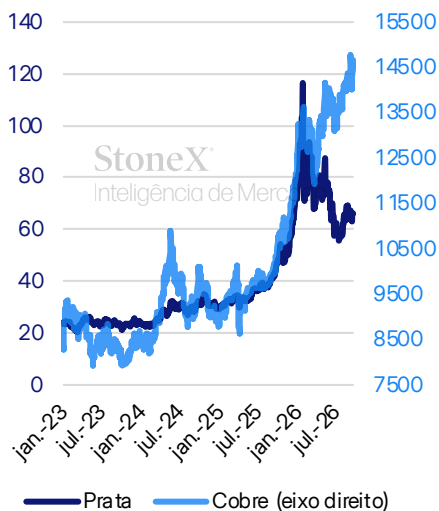
A Fitch elevou a taxa de inadimplência do crédito privado para o recorde de 6,3% nos doze meses encerrados em agosto.

Uso de prata em painéis solares (mil toneladas)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.
e: Estimado, p: Projetado.

Prata e cobre



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

No fim de setembro, o mercado de swaps precificava 80% de probabilidade de uma alta de 25 pontos-base em dezembro, cenário que o ouro provavelmente já incorporou. A política monetária dos Estados Unidos é muito importante, assim como os mercados de títulos. Nas condições atuais, isso remete novamente ao Golfo e à duração do impacto. Mesmo com uma solução rápida, que parece remota, as disrupções nas cadeias de suprimento continuarão pressionando os preços. No contexto atual, a questão volta ao Golfo e a por quanto tempo, mesmo com uma solução rápida, que parece remota, a disrupção das cadeias continuará alimentando a pressão altista sobre os preços. A diferença entre PPI e CPI nos Estados Unidos é de dois pontos percentuais, 5,4% e 3,4%, respectivamente. Isso sugere que a inflação levará tempo para arrefecer com o repasse dos preços, ou que as margens terão de cair. A Europa enfrenta inflação, com o HICP de agosto em 3,2% e o núcleo em 2,4%. Na China, refletindo a fraqueza da economia, a inflação foi de apenas 0,8% em agosto.

Isso nos leva à demanda do varejo. A demanda por joias na China, maior mercado mundial de joias de ouro, está extremamente deprimida. Na Índia, que disputa essa liderança, o cenário não é muito melhor. A fabricação indiana começará a crescer no quarto trimestre, antes da temporada favorável de compras, incluindo o Diwali e os casamentos, fortalecendo os mercados físicos. Na China, porém, o investimento em moedas e barras permanece forte e sustenta as importações, estimadas em 1.000 toneladas até agosto. Parte pode estar ligada ao esforço para desenvolver Hong Kong como centro de compensação. Para comparação, a produção mundial das minas é de cerca de 3.700 toneladas anuais.

O investimento na Europa está relativamente firme, mas as moedas de prata nos Estados Unidos ainda são negociadas com desconto frente ao spot, diante da falta de interesse. Os ETFs variam. O ouro sofreu liquidação no início do ano, mas se recuperou, enquanto a prata enfrenta liquidações constantes. Os ETFs absorveram cerca de 4.500 toneladas no ano passado e venderam quase 2.000 toneladas em 2026, uma grande mudança. A produção global das minas é de cerca de 26.500 toneladas. No ano passado, esses fundos absorveram aproximadamente 4.500 toneladas, antes da reversão observada em 2026.

Isso pode ocorrer porque os investidores reconhecem o perfil industrial da prata, com 70% da fabricação destinada a usos industriais. O excesso de oferta de células solares com prata e a busca de algumas empresas por substituição pelo cobre também contribuíram. O setor solar foi o maior componente industrial da prata, com 20% do mercado no ano passado. Projetamos contração de 19% neste ano e outro superávit antes do investimento. No ritmo atual, o mercado permanecerá superavitário após considerar o investimento, ou sua ausência.

Em geral, o ouro parece bem sustentado, mas, sem um Cisne Negro, é difícil imaginar um ataque bem-sucedido aos US\$ 5.000. Se as eleições de meio de mandato produzirem um Congresso dividido, a incerteza daria suporte ao ouro. Uma mudança completa para os democratas seria baixista, enquanto um Congresso republicano seria altista. A prata acompanharia o ouro em movimentos voláteis, mas os fundamentos sugerem ampliação da relação ouro/prata.



Platina e Paládio



Rhona O'Connell
rhona.oconnell@stonex.com

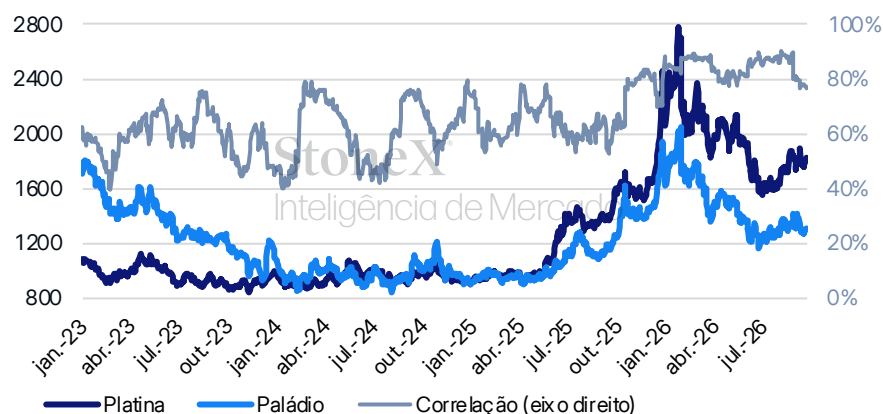
Head of Market Analysis
EMEA & Asia

Fatores Altistas

- ▲ Programa de desenvolvimento da demanda por paládio da Nor Nickel;
- ▲ Recuo de programas ligados a veículos elétricos e alterações no mix de produtos das montadoras;
- ▲ Novos investimentos em projetos de hidrogênio verde.

Os principais elementos que afetaram a platina e o paládio foram: (i) Movimento relativo dos preços, promovendo flexibilidade industrial no setor automotivo; (ii) O recuo do horizonte para as metas de emissões líquidas zero de CO₂; (iii) A geopolítica e os acontecimentos no Golfo; e (iv) Atividade de investimento e ETFs, o fator de oscilação.

Platina e paládio no mercado à vista



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

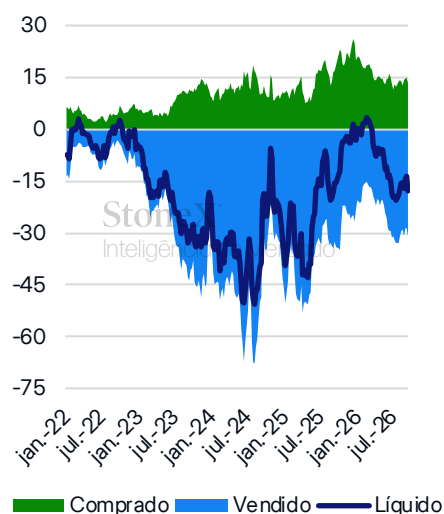
Fatores Baixistas

- ▼ O diferencial de preços entre platina e paládio pode favorecer o uso de paládio no setor automotivo, em detrimento da platina;
- ▼ A recente alta do petróleo tende a favorecer veículos elétricos frente aos modelos com motor a combustão interna;
- ▼ Impactos de longo prazo da expansão dos veículos elétricos.

Duas mudanças ocorreram nos fundamentos desses mercados no acumulado do ano. O primeiro elemento, que beneficia os três metais, platina, paládio e ródio, é a desaceleração do crescimento dos veículos elétricos a bateria, ou BEVs, em favor dos veículos elétricos híbridos plug-in, ou PHEVs. Estes combinam bateria e motor a combustão interna, ou ICE, e exigem, na realidade, cargas maiores de PGM do que os veículos convencionais com motor a combustão. Isso ocorre porque o motor a combustão funciona de forma intermitente e, portanto, pode nem sempre atingir a temperatura usual de ativação, ponto a partir do qual o catalisador começa a operar. Os catalisadores automotivos normalmente representam entre 37% e 40% da demanda bruta de platina e aproximadamente 80% da demanda bruta de paládio. A joalheria tem participação no mercado de platina semelhante à dos catalisadores automotivos, enquanto o setor eletrônico é o segundo maior consumidor de paládio.

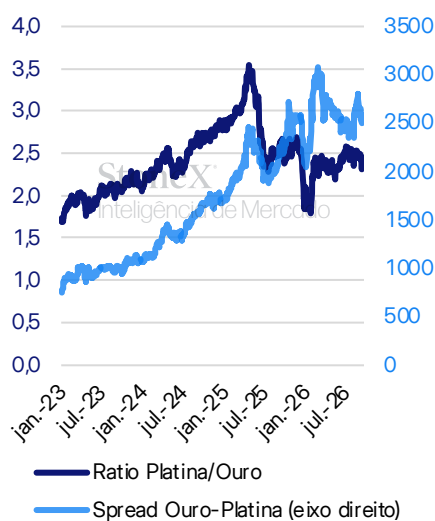
O segundo elemento é a inversão nos preços relativos do paládio e da platina. No início da década, os preços do paládio estavam extremamente elevados, com uma relação superior a 3:1 em determinado momento e

Posicionamento CFTC
do paládio (toneladas)



Fonte: CFTC. Elaboração: StoneX.

Ratio e spread entre platina e ouro



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

entre 2,0:1 e 2,5:1 durante dois anos. Isso levou refinadores e montadoras a desenvolver um programa para substituir paládio por platina nos catalisadores automotivos. Com a platina negociada a um prêmio de US\$ 500 em relação ao paládio durante boa parte de 2026, e com a relação em alta, atualmente em torno de 1,4:1, esse processo está sendo parcialmente revertido, o que claramente favorece a demanda por paládio.

Entre os fatores externos que orientam as perspectivas para o restante do ano estão o recuo das metas de emissões líquidas zero e as implicações macroeconômicas da guerra no Golfo. Esses fatores, por sua vez, afetaram a atividade de investimento. Em conjunto, apontam para uma incerteza generalizada em relação às perspectivas de preços, o que deve gerar volatilidade no curto prazo. Em termos líquidos, continuamos avaliando que o paládio ainda enfrenta uma batalha estrutural de longo prazo, embora suas perspectivas estejam melhores do que pareciam anteriormente. A platina vem se consolidando após a queda de preços provocada pelos investidores no início do ano. Essa consolidação provavelmente encontra sustentação no interesse de compra da indústria automotiva, embora qualquer nova valorização possa ser hesitante no curto prazo. A China é uma questão central. As importações de platina foram fortes no início deste ano, pois os joalheiros esperavam que a forte alta do ouro provocasse uma migração para joias de platina e compraram metal com essa expectativa. No entanto, muitos consumidores mantêm preferência definida por ouro ou por metais brancos em seus adornos, enquanto a relutância em realizar gastos discricionários enfraqueceu a demanda geral por joias. Quando a economia chinesa começar a se recuperar, é provável que vejamos a liberação de uma demanda reprimida por joias, além de uma retomada do setor automotivo. Isso favorecerá o segmento de PHEVs e, conseqüentemente, dará suporte aos três metais.

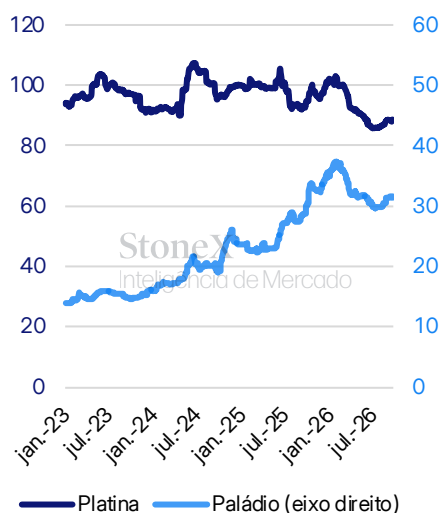
Ambiente macroeconômico: a guerra no Golfo não produziu sobre os PGM o mesmo impacto geopolítico observado no ouro e, por associação, na prata. O aumento da incerteza econômica gerou alguma relutância na compra de bens de alto valor, categoria na qual se enquadram os veículos de passeio. Ainda assim, o cenário não corresponde exatamente ao que se poderia esperar nessas circunstâncias.

No acumulado do ano até o fim de julho de 2026, estima-se que as vendas de veículos leves tenham alcançado aproximadamente 50 milhões de unidades, queda de quase 4% em relação aos primeiros sete meses de 2025. A fraqueza está concentrada na China, que apresenta menor exposição aos impactos econômicos da guerra no Golfo do que o Hemisfério Ocidental. Nos Estados Unidos, por outro lado, as vendas de veículos leves permanecem relativamente firmes.

Embora os veículos elétricos estejam avançando no setor, os veículos com motor a combustão interna continuam relativamente sólidos, o que sustenta a demanda por PGM na região. Na Europa, as vendas também permanecem saudáveis. Entre janeiro e agosto, os registros aumentaram 5,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os BEVs representaram 22% do mercado e os PHEVs, 10%, frente a 16% e 8%, respectivamente, no período equivalente do ano passado.

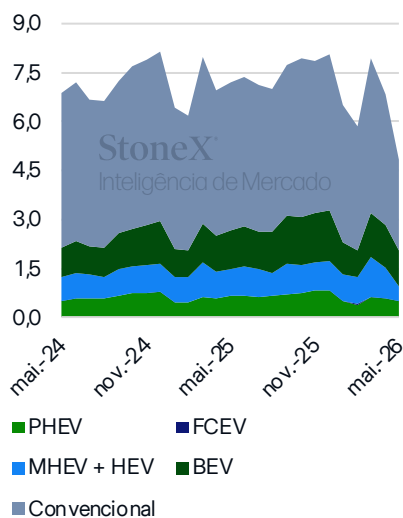
Os novos registros de veículos pesados, que utilizam platina no sistema de escapamento como filtro de particulados de diesel, também apresentam

ETFs de platina e paládio
(toneladas)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

Vendas globais de automóveis
por segmento (milhões)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

comportamento misto conforme a região. No primeiro semestre deste ano, a China registrou crescimento de 21% e a Europa, de 11%. Esses avanços mais do que compensaram a queda de dois dígitos na América do Norte, embora essa tendência agora pareça estar se revertendo. Em termos líquidos, o setor aparenta acumular crescimento global entre 8% e 10% até o momento.

Os preços do diesel, particularmente relevantes para a agricultura e o transporte de cargas, foram mais afetados do que os da gasolina. De qualquer forma, a alta dos combustíveis nas bombas tornou-se um elemento cada vez mais importante no debate político dos Estados Unidos.

As perspectivas para as hostilidades no Golfo seguem indefinidas. No momento em que escrevemos, a Assembleia Geral das Nações Unidas está em andamento e há, claramente, negociações ocorrendo nos bastidores. Entretanto, por enquanto, o preço do petróleo continua incorporando a continuidade das hostilidades, enquanto o Irã volta a ameaçar fechar o Estreito de Ormuz.

A atividade de investimento pode ser considerada o principal fator de oscilação tanto para a platina quanto para o paládio neste ano. No início do ano, os dois metais, juntamente com a prata, foram beneficiados pela rotação de investidores para fora do ouro após a valorização meteórica do metal. Contudo, o sentimento nunca foi verdadeiramente positivo do ponto de vista dos fundamentos.

A platina registrou compras leves e muito esparsas em janeiro e fevereiro, mas os vendedores assumiram o controle em seguida. Somente em agosto começou a surgir algum novo interesse por compras de oportunidade. Na data de redação, as posições em ETFs registradas pela Bloomberg acumulavam queda de 13,5 toneladas no ano, uma redução de 13%.

O quadro do paládio é ainda mais negativo, o que talvez não surpreenda diante de suas perspectivas de longo prazo. Dos 190 pregões até o fim de setembro, apenas 64 apresentaram adições líquidas. A queda acumulada no ano foi de 3,4 toneladas, ou 10%. As posições somavam 88 toneladas de platina e 31 toneladas de paládio. No mercado físico de varejo, a demanda por moedas e barras permaneceu firme, especialmente na China. Embora seja menos relevante para os fundamentos, o posicionamento dos gestores de recursos na NYMEX também conta sua própria história. As posições líquidas compradas em platina caíram acentuadamente em fevereiro, recuperaram-se nos dois meses seguintes e permaneceram amplamente estáveis desde então. O paládio mantém posição líquida vendida desde meados de março. Essa posição se ampliou até o fim de julho e, depois, também começou a se estabilizar.

Esperamos que a platina registre superávit no próximo ano, mesmo com a expectativa de uma leve recuperação da oferta das minas sul-africanas após a contração relacionada aos custos em 2026 e os problemas na Impala. O anúncio da Northam sobre uma manifestação de interesse “não vinculante e não solicitada” apontou, na prática, para a Valterra. No entanto, uma fusão integral poderia enfrentar resistência dos reguladores por motivos concorrenciais. A Northam permanece aberta a propostas alternativas até 9 de dezembro. A produção da Nor Nickel apresenta leve queda neste ano devido a uma mudança nos teores do minério. Para o paládio, espera-se um pequeno déficit no próximo ano, equivalente a menos de duas semanas da demanda global, após uma insuficiência semelhante em 2026.



Metais de Base



Natalie Scott-Gray
natalie.scott-gray@stonex.com

Senior Metals Analyst
Market Analysis EMEA & Asia

Fatores Altistas

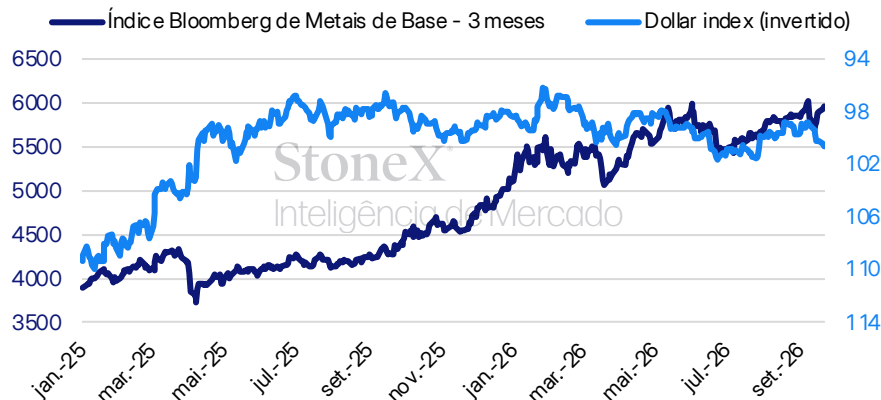
- ▲ Estímulos econômicos da China no 2º semestre, combinada com a janela sazonal de demanda (set-out), deve oferecer suporte à demanda por metais industriais neste trimestre.
- ▲ Esforços de descarbonização e o aumento de investimentos em inteligência artificial devem reforçar a demanda de médio prazo para cobre, estanho e alumínio.
- ▲ Choque no Oriente Médio elevou custos de energia, frete e insumos para mineradoras e fundições. Com o aumento dos riscos de protecionismo sobre recursos naturais, esse cenário levou a revisões para baixo nas projeções de produção de metais refinados.

Fatores Baixistas

- ▼ A inflação persistente acima das metas nas economias avançadas voltou a fortalecer as expectativas de políticas monetárias mais restritivas. Juros mais altos podem pressionar a demanda por metais industriais.
- ▼ O choque energético, o aumento dos custos de frete, e de matérias-primas levou à revisão das projeções de crescimento do PIB global em 2026. O Banco Mundial agora projeta crescimento de 2,5%, o menor desde a pandemia.
- ▼ O crescimento do PIB da China desacelerou para 4,3% na comparação anual do 2º tri, o resultado mais fraco do pós-pandemia. A expansão econômica continua concentrada nas exportações e na manufatura de alta tecnologia, enquanto a demanda interna, o setor imobiliária e a inflação seguem enfraquecidas.

O índice de metais de base mais que dobrou o ritmo de alta registrado no terceiro trimestre, avançando (até o momento da redação) 8,3% e atingindo seu maior nível da história em 9 de setembro. No entanto, esse rali de alta foi impulsionado pelo desempenho superior de apenas alguns metais da cesta (cobre, zinco e alumínio), todos com um fator em comum: estoques historicamente baixos na LME. De fato, em 9 de setembro, o zinco alcançou seu maior nível desde 2022, enquanto o cobre atingiu uma nova máxima histórica. Por outro lado, metais básicos mais expostos aos mercados de demanda tradicional, como níquel e chumbo, registraram ganhos limitados a 3% ou menos no período, uma vez que o aumento das pressões inflacionárias, a força do dólar norte-americano e a desaceleração do crescimento chinês restringiram o potencial de valorização.

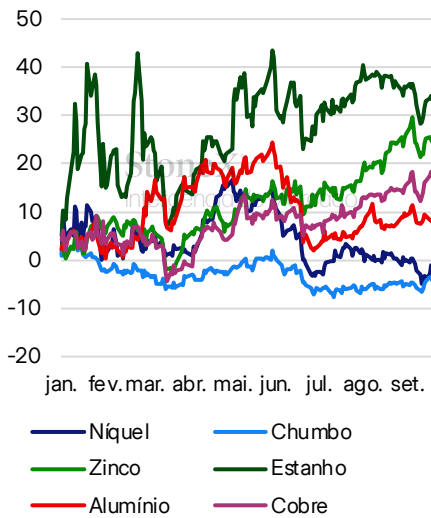
Índice Bloomberg de metais de base vs. dollar index



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

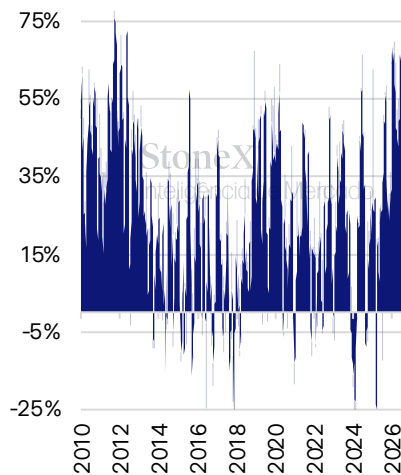
Observando o panorama macroeconômico do complexo de metais, o ambiente parece ter se deteriorado ao longo do ano. Primeiramente, as negociações fracassadas de paz entre Estados Unidos e Irã (bem como entre Rússia e Ucrânia) mantêm elevadas as tensões geopolíticas globais. Ao mesmo tempo, o impacto dos altos custos de energia, frete e matérias-primas começa a se intensificar, levando tanto o Banco Central Europeu (ECB) quanto o Federal Reserve a adotarem uma postura mais inclinada ao aperto monetário nos próximos meses. Em nosso cenário-base, diante da persistência da inflação em níveis elevados, esperamos que o Federal Reserve realize mais um aumento de 25 pontos-base até dezembro, sustentando a valorização do dólar.

Desempenho dos metais de base na LME em 2026



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

Correlação do cobre na LME com o índice Nasdaq 100



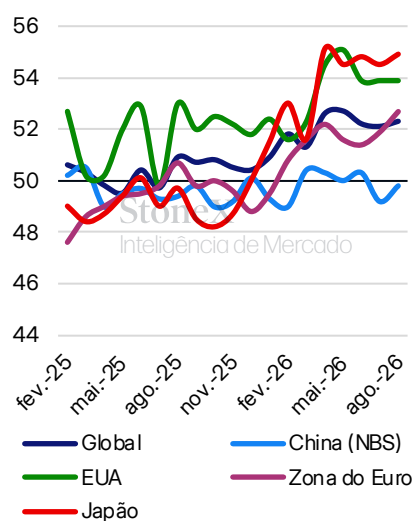
Fontes: Bloomberg e StoneX. *Projetado.

Além disso, embora a manufatura global tenha demonstrado resiliência ao longo do ano, acreditamos que a antecipação de compras e a formação de estoques em resposta à guerra envolvendo o Irã tenham sido fatores importantes por trás desse desempenho, com os riscos inclinados para uma desaceleração no final do ano.

Na China, principal mercado para os metais básicos, os indicadores econômicos divulgados em agosto sinalizaram a dificuldade contínua do país em impulsionar a demanda doméstica e sua elevada dependência das exportações relacionadas à inteligência artificial. Os resultados acumulados do ano mostraram desaceleração do PIB, da produção industrial e das vendas no varejo, ao mesmo tempo em que as vendas imobiliárias e o investimento em ativos fixos registraram quedas ainda mais profundas. Embora esse cenário tenha motivado uma ampla série de estímulos nos últimos dois meses, abrangendo consumo, investimento, habitação, crédito imobiliário, financiamento às incorporadoras e suporte à liquidez, acreditamos que essas medidas tenham como principal objetivo estabilizar o crescimento, apoiar setores específicos da demanda e evitar uma deterioração adicional do mercado imobiliário, e não provocar uma forte aceleração da atividade econômica. Para os metais básicos, isso deve estabelecer um piso para a demanda e reduzir o risco de uma desaceleração mais acentuada, mas dificilmente desencadeará uma recuperação ampla sem evidências mais claras de melhora no setor imobiliário, na construção civil e na confiança das famílias. Como resultado, mantemos uma visão de curto prazo entre baixista e neutra para o sentimento do mercado.

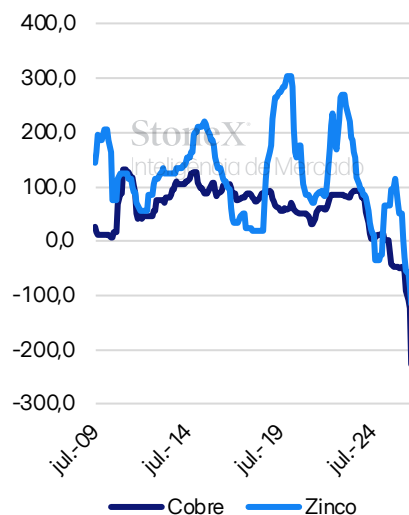
O zinco caminha para encerrar o terceiro trimestre como o metal básico de melhor desempenho, acumulando ganhos de 10,5% (até o momento da redação), o que o coloca como o segundo melhor desempenho do complexo no acumulado do ano (+25,9%). A sustentação dos preços tem sido impulsionada pelo aperto nas condições de oferta. A produção de concentrado em importantes minas, como Antamina, no Peru, e Red Dog, no Alasca, diminuiu devido à queda dos teores de minério, ao estágio avançado de vida útil das operações e a ajustes nos planos de mineração. Ao mesmo tempo, apesar da produção recorde em Kipushi, a mina de zinco com maior teor do mundo, localizada na República Democrática do Congo, desastres naturais, eventos climáticos extremos e interrupções geopolíticas no Oriente Médio, Índia e Austrália limitaram a produção global. Como consequência, a menor disponibilidade de minério levou os RC/TCs (Treatment and Refining Charges) para território negativo, atingindo os menores níveis já registrados, enquanto as importações chinesas de concentrado caíram 15,1% na comparação anual em julho. Ainda assim, a produção chinesa de metal refinado acelerou, favorecida pelos créditos gerados por subprodutos e pelos elevados preços do metal. Para os próximos meses, acreditamos que o prêmio de risco embutido nos preços do zinco deverá começar a diminuir à medida que os estoques da LME sejam recompostos, embora isso dependa do ritmo das exportações chinesas. De fato, com os estoques da LME ainda próximos de 100 mil toneladas e a curva futura tendo registrado uma backwardation recorde no último mês, não surpreende que os fundos especulativos mantenham suas posições compradas.

Índice Gerente de Compras (PMI) da Indústria



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

Custos de Tratamento e Refino - Cobre e Zinco



Fonte: Bloomberg. Elaboração: StoneX.

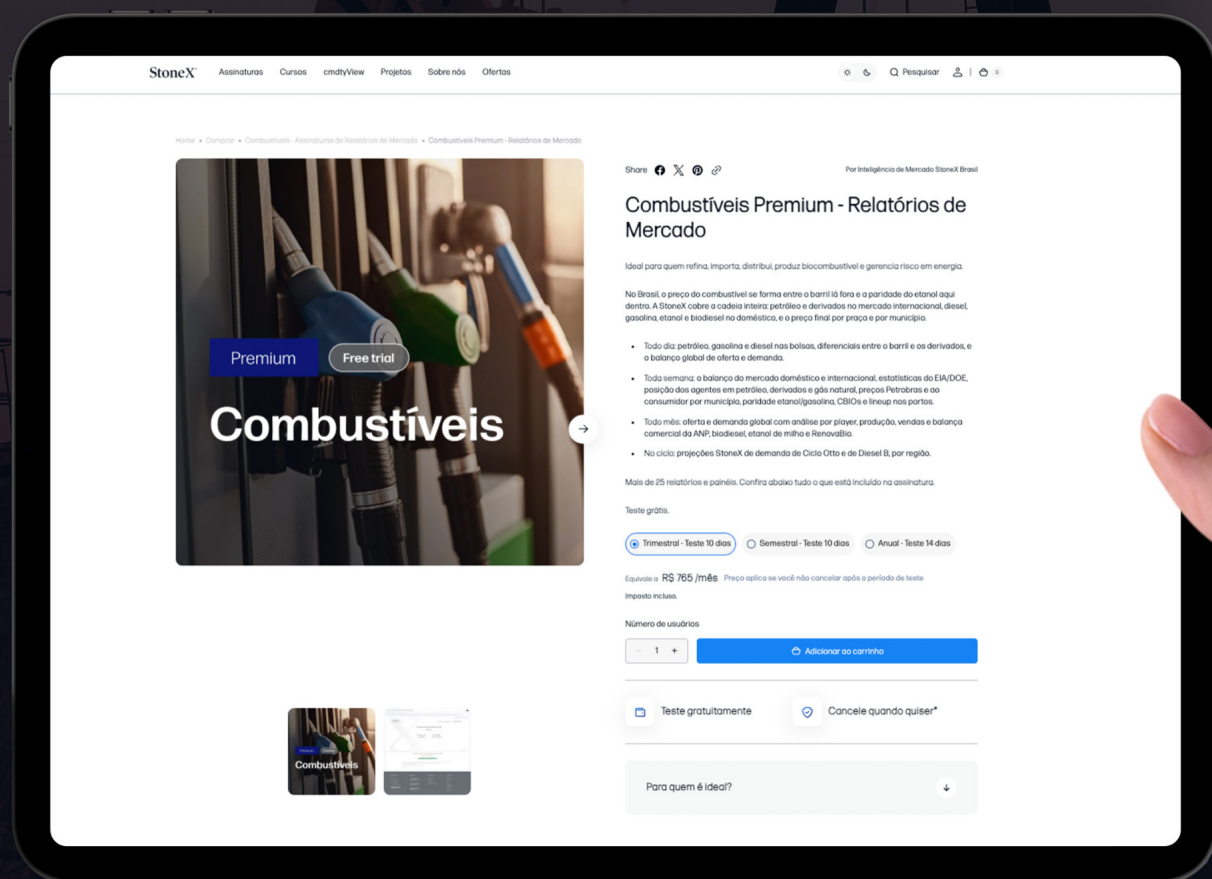
O cobre deve encerrar o terceiro trimestre como o segundo metal básico de melhor desempenho, acumulando alta de 9,6%. O metal vermelho atingiu uma nova máxima histórica na LME para contratos de três meses (3M), chegando a US\$ 14.768/t em 9 de setembro. Entendemos que o desempenho dos preços do cobre é resultado de três fatores principais. O primeiro deles é a incerteza em torno da possível aplicação das tarifas da Seção 232 dos Estados Unidos, o que levou mais de 1,4 milhão de toneladas de cobre a ingressarem no país desde fevereiro de 2025. Como resultado, mais de dois terços dos estoques globais visíveis encontram-se atualmente armazenados em depósitos norte-americanos. Consequentemente, a disponibilidade de cobre fora dos EUA caiu para níveis historicamente baixos, ampliando as backwardations na LME. O segundo fator é a persistente restrição estrutural da oferta de mina, decorrente de atrasos em licenciamentos, pressões ambientais, redução dos teores de minério, subinvestimento e recentes interrupções operacionais, climáticas e políticas. O International Copper Study Group (ICSG) reportou uma queda de 1,1% na oferta de mina durante o primeiro semestre, elevando a possibilidade de uma contração anual da produção. O terceiro fator é o crescente apelo do cobre como ativo real e como beneficiário das tendências de eletrificação, digitalização e inteligência artificial, o que tem atraído forte fluxo de investimento especulativo. Para os próximos meses, mantemos uma visão construtiva para o cobre, apoiada pelos riscos de oferta, pela demanda sazonal chinesa e pela persistente incerteza tarifária. Contudo, permanecem riscos baixistas relacionados ao enfraquecimento da manufatura chinesa, à inflação persistente e a bancos centrais com postura mais agressiva. Além disso, esperamos que a volatilidade permaneça historicamente elevada, considerando o congestionamento de posições compradas por investidores especulativos. Vale destacar que a máxima histórica do cobre em 9 de setembro coincidiu com o maior volume de posições líquidas compradas já registrado na COMEX.

O alumínio deve encerrar o terceiro trimestre como o terceiro metal básico de melhor desempenho, com valorização de 5,8% até o momento. Acreditamos que o alumínio seja um dos metais básicos com melhores fundamentos para o restante do ano, com os contratos 3M da LME se consolidando acima de US\$ 3.200/t após um verão marcado por elevada volatilidade. Os preços atuais refletem um mercado fundamentalmente apertado, com previsão de déficit próximo de 650 mil toneladas e estoques globais equivalentes a apenas cerca de 42 dias de consumo, o menor nível desde antes da crise financeira global. Além disso, como aproximadamente 95% dos estoques da LME são de origem russa, existe uma limitada disponibilidade de material prontamente entregável fora da China. Nos próximos meses, enquanto o Estreito de Ormuz permanecer praticamente fechado e os custos de energia continuarem elevados, o balanço de riscos permanece claramente voltado para novas altas. Qualquer reescalada das tensões no Golfo ou atrasos no cronograma de retomada das fundições do Oriente Médio tende a sustentar os preços em um ambiente de estoques tão reduzidos.

StoneX® Inteligência de Mercado

Relatórios de mercado para o setor de **Combustíveis**

Experimente grátis por 7 dias



Acompanhe tendências, preços, margens e os movimentos que impactam **diesel, gasolina biodiesel, etanol e petróleo.**



Petróleo



Bruno Santos
bruno.santos@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Ataques a tanqueiros e restrição severa do tráfego pelo Estreito de Ormuz;
- ▲ Avanço houthi sobre a costa iemenita do Mar Vermelho;
- ▲ Estoques estratégicos de petróleo dos EUA em mínimas históricas.

O terceiro trimestre de 2026 seguiu mostrando os efeitos dos fatores geopolíticos sobre o petróleo. Após encerrar junho na casa dos USD 72/bbl, o contrato mais ativo do Brent retomou trajetória de alta em julho, atingindo em meados de setembro a máxima do trimestre, de USD 108,75/bbl, sendo também o maior patamar desde 19 de maio. O movimento não foi linear. Cada tentativa de desescalada diplomática devolveu parte do prêmio de risco, e cada nova ofensiva no Golfo Pérsico o recompôs em ritmo ainda mais acelerado. O trimestre se encerra com o Brent oscilando levemente acima dos três dígitos, em meio a recomposição parcial dos fluxos do Oriente Médio e a abertura de um canal indireto entre Washington e Teerã durante a Assembleia Geral da ONU.

Evolução dos preços do petróleo tipo Brent (USD/bbl)



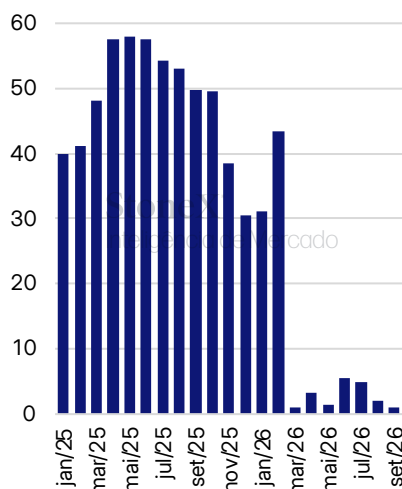
Fonte: ICE. Elaboração: StoneX.

Fatores **Baixistas**

- ▼ Retomada de contatos indiretos entre Washington e Teerã;
- ▼ Redirecionamento das exportações sauditas e iraquianas para rotas alternativas;
- ▼ Destruição de demanda na Ásia;
- ▼ Refino norte-americano operando próximo à capacidade máxima.

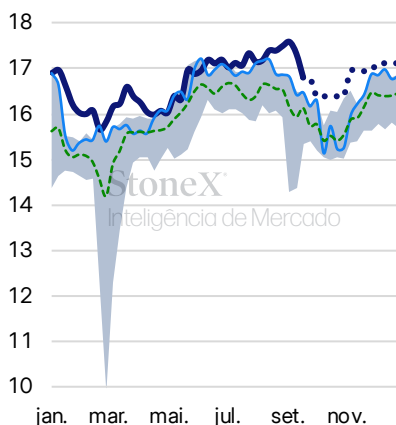
A escalada teve início com a retomada dos confrontos no fim de agosto, após um mês de trégua entre Washington e Teerã. A sequência de ofensivas que se seguiu foi contínua, com ataques americanos a alvos da Guarda Revolucionária, retaliação iraniana contra bases na Jordânia e, em 9 de setembro, a maior onda de ataques à navegação desde o início do conflito, com Teerã afirmando ter atingido dez embarcações próximas à Ormuz após os EUA afundarem cinco petroleiros iranianos. O Brent respondeu com alta de quase 10% em uma única sessão, superando os USD 107/bbl. Poucos dias depois, o ataque ao oleoduto Leste-Oeste, na Arábia Saudita, atribuído por Riad a milícias apoiadas pelo Irã, retirou do mercado a principal rota alternativa a Ormuz, responsável por movimentar entre 4 e 5 mbpd rumo ao porto de Yanbu, no Mar Vermelho.

Média mensal de tanqueiros cruzando Ormuz



Fonte: PortWatch.Elaboração: StoneX.

Consumo de petróleo nos EUA (mbpd)



Fonte: DOE.Elaboração: StoneX.

O ponto central do trimestre, no entanto, é que a disrupção deixou de ser apenas logística e voltou a ser física. O tráfego rastreável pelo Estreito de Ormuz caiu a quatro embarcações diárias em meados de setembro, ante cerca de 125 travessias diárias no período anterior ao conflito. Em paralelo, o avanço houthi sobre portos próximos à Bab el-Mandeb colocou o canal sob ameaça direta, comprometendo simultaneamente as duas principais saídas de produtos do Oriente Médio. A Arábia Saudita chegou a operar com a oferta exportável contida a poucos dias de estocagem em Yanbu, enquanto a produção do país recuou para 7,2 mbpd em agosto.

A resposta veio pela flexibilidade logística. Ao longo da segunda metade de setembro, a Aramco ampliou os embarques via Ormuz para uma média de 2,9 mbpd, ante apenas 0,7 mbpd em agosto, passando a ofertar cargas a refinadores asiáticos por meio de transferências “ship-to-ship” ao largo de Sohar e Fujairah. O Iraque elevou exportações para mais de 3 mbpd, com descontos agressivos, e os Emirados Árabes Unidos recuperaram parte dos volumes anteriores ao conflito. Ainda assim, cerca de um terço do petróleo do Golfo permanece fora do mercado global.

O balanço norte-americano foi a síntese do trimestre, com produção e refino em máximas e estoques próximos das mínimas. A extração de petróleo pelos EUA atingiu novos recordes, se aproximando dos 14 mbpd, em meio a um aumento das margens operacionais dos produtores de xisto, que se aproveitaram dos preços elevados para ampliar a sua oferta. Em contrapartida, as refinarias operaram com fator de utilização acima de 98% no fim de agosto, maior patamar desde 2018, sustentado por margens excepcionais de refino, com o crack spread do Heating Oil sobre o Brent superando USD 100/bbl pela primeira vez na história. Paralelo a isso, os EUA seguiram exportando volumes expressivos da commodity em meio a um mercado global amplamente subofertado, com as reservas comerciais recuando a 423,4 milhões de barris em meados de setembro, ao passo que as SPR (reservas estratégicas) atingiram 284,5 milhões de barris, o menor nível desde 1982, com cerca de 120 milhões de barris liberados desde o início do conflito. O país segue como principal fornecedor de última instância, porém com uma menor capacidade para abastecer demais regiões do globo em um contexto de reservas mais baixas.

Do lado asiático, a destruição de demanda seguiu sendo o principal contrapeso à alta. A China importou 8,9 mbpd em agosto, mostrando avanços frente a julho e agosto, mas ainda 23% abaixo do observado em agosto de 2025. A Índia apresentou ajuste menos explícito, com as importações caindo mais de 11% em agosto na comparação mensal, para 4,5 mbpd, e o consumo interno recuou 6,3%, ao menor nível desde setembro de 2024. Trata-se de elasticidade de demanda em resposta a preços elevados, fator que limita altas adicionais, mas que também representa risco altista quando a reposição de estoques se tornar inadiável.

Para o quarto trimestre, minha percepção é de que o balanço global seguirá deficitário. A recomposição dos fluxos sauditas e iraquianos por rotas alternativas deve continuar contendo parte dos prêmios de risco enquanto não houver novos ataques à infraestrutura de exportação, mas a dependência quase integral de uma única via concentra um risco importante,

Estoques totais de petróleo nos EUA (bilhões de barris)



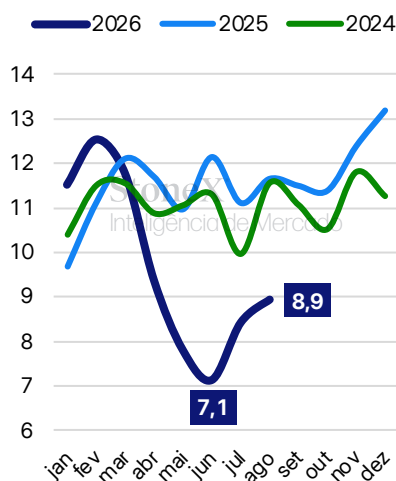
Fonte: DOE. Elaboração: StoneX.

uma vez que qualquer restrição adicional em Ormuz teria efeito imediato e amplificado. Paralelo a isso, a própria confirmação feita por Donald Trump sobre expectativas de que o conflito só poderia ser solucionado após as eleições de meio de mandato dos EUA, em novembro, aumenta os temores associados à uma extensão da guerra.

Um cenário alternativo, de menor probabilidade, contempla entendimento sobre as regras de navegação em Ormuz, hoje o principal impasse, com Washington rejeitando a cobrança de pedágios de trânsito e o fim das sanções contra o petróleo iraniano. Nesse caso, a normalização gradual dos fluxos abriria espaço para correção rápida e um eventual superávit já no primeiro trimestre de 2027, ainda que os preços deveriam se manter em patamares acima do observado no pré-guerra, dada a forte queda dos estoques globais da commodity e a necessidade de recomposição nesse meio tempo.

Independentemente do caminho, o gargalo mais provável para o quarto trimestre não está no petróleo, mas nos derivados, especialmente destilados médios. Com uma ampla capacidade de refino global fora de operação, a proibição russa às exportações estendida até o fim de outubro, estoques de diesel nos EUA abaixo da mínima de cinco anos e a proximidade da temporada de inverno no Hemisfério Norte Global, espera-se que o crack-spread do diesel se mantenha, ainda, em patamares historicamente elevados.

Importação mensal de petróleo pela China (mbpd)



Fonte: GACC. Elaboração: StoneX.



Derivados de Petróleo



Bruno Santos
bruno.santos@stonex.com



Letícia Corrêa
leticia.correa@stonex.com

Fatores Altistas

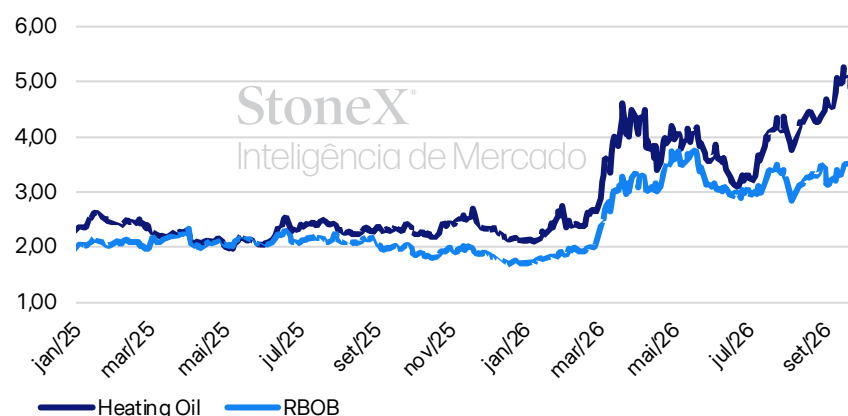
- ▲ Ampla capacidade global de refino fora de operação;
- ▲ Ataques contra refinarias na Rússia, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos;
- ▲ Banimento das exportações russas de diesel e possibilidade de extensão até 2027;
- ▲ Estoques norte-americanos de destilados médios abaixo da média de cinco anos.

Fatores Baixistas

- ▼ Redução gradual das manutenções programadas a partir do fim de outubro;
- ▼ Maximização da produção norte-americana de destilados médios. (Diesel);
- ▼ Recuo sazonal da demanda nos EUA e Europa (Gasolina).

O terceiro trimestre de 2026 evidenciou que o mundo passa hoje por uma crise do refino. Enquanto o Brent alternou altas e quedas conforme o ritmo das negociações no Golfo Pérsico, os derivados mantiveram trajetória de alta contínua. O crack-spread 3:2:1 atingiu as máximas desde 2001 e o diferencial entre o Heating Oil e o Brent superou os USD 100/bbl pela primeira vez na história. A gasolina seguiu o mesmo caminho, com o RBOB-Brent em USD 44,29/bbl em meados de setembro, mesmo após o fim da driving season. A leitura central é que a recomposição dos fluxos de petróleo não resolve o principal problema do mercado de combustíveis: a oferta de derivados permanece limitada enquanto uma ampla capacidade de refino seguir fora de operação.

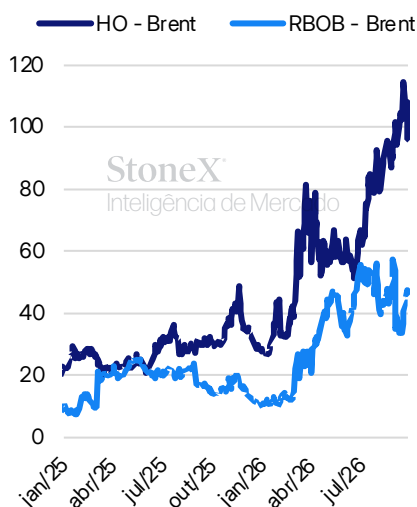
Evolução dos preços do diesel e da gasolina (USD por galão)



Fonte: NYMEX. Elaboração: StoneX.

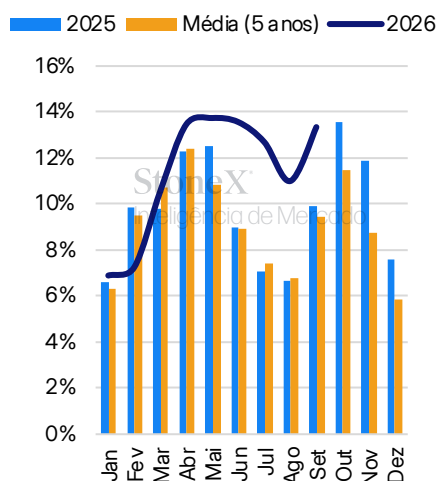
A crise se concentra no Leste Europeu e no Oriente Médio. A capacidade global offline chegou a operar próxima de 14% em setembro, e a diferença em relação a anos anteriores está na composição: as manutenções não programadas responderam por 44% do total no mês, com participação predominante da Rússia. Os ataques ucranianos contra refinarias russas retiraram de operação mais de 50% da capacidade de processamento do país nos últimos meses. A suspensão das exportações de diesel pela Rússia, anunciada em julho, adicionou uma camada adicional de aperto no balanço global. A medida irá vigorar até pelo menos final de outubro, mas Moscou já aprovou a possibilidade de prorrogação até o início de 2027, cuja determinação dependerá da capacidade do país de abastecer o mercado doméstico.

Evolução dos crack-spread do diesel e da gasolina - USD/BBL



Fonte: NYMEX, ICE. Elaboração: StoneX.

Capacidade de refino global fora de operação*



Fonte: Platts, DOE. Elaboração: StoneX.
*% do total instalado.

No Oriente Médio, Arábia Saudita e Kuwait passaram a registrar paradas não programadas após as ofensivas iranianas e houthis, com os países mostrando dificuldade para retomar operações em meio à imprevisibilidade do conflito na região.

Na Ásia, a queda do fator de utilização das refinarias atuou como segundo vetor de aperto. A região concentra a maior parcela da capacidade offline programada, com a China respondendo por cerca de 38% do total nessa frente, cuja redução dependerá da disponibilidade de petróleo a ser entregue para os centros de processamento. Vale destacar, no entanto, que um aumento das importações chinesas de óleo bruto registradas nos últimos dois meses contribuiu para uma maior atividade de refino, ainda que se mantendo bem abaixo do volume histórico.

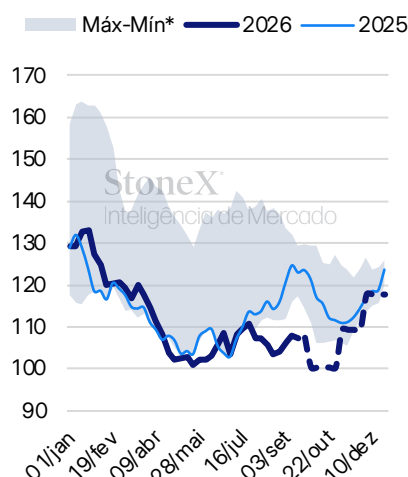
O contraponto veio dos Estados Unidos. As refinarias operaram com fator de utilização de 98% no fim de agosto, maior patamar desde 2018, aproveitando as margens excepcionais para maximizar a produção de destilados médios e ampliar as vendas ao exterior. O resultado foi um recuo expressivo dos estoques domésticos de diesel, próximos de 108 milhões de barris em setembro, contra média de cinco anos ao redor de 123 milhões. Esse desequilíbrio sustenta a discussão sobre uma limitação oficial das exportações norte-americanas do combustível, cenário que, somado à ausência do produto russo, ampliaria a crise global, com pouquíssimas alternativas de suprimento.

Para o Brasil, os efeitos já aparecem nos preços e nos fluxos. A defasagem entre o produto importado e os preços de venda da Petrobras renovou as máximas históricas, com estimativas da StoneX apontando valor próximo a R\$ 3,9 por litro ao final de setembro, pressionada pelo petróleo e pelo crack-spread do diesel. As importações recuaram 11,4% na comparação anual entre janeiro e agosto, para 9,73 milhões de m³, com as compras de produto russo praticamente zeradas e apenas parte do volume substituída por Estados Unidos e Índia. Em contrapartida, a produção nacional de diesel avançou 7,2% no ano, para 29,1 milhões de m³, com as refinarias brasileiras buscando ampliar a produção de destilados médios para abastecer o mercado doméstico.

Para os próximos meses, entendemos que os crack-spreads do diesel devem seguir sustentados, assim como a maior competição para adquirir produtos a nível global. Uma eventual retomada das exportações russas antes de outubro – que consideramos improvável – pode limitar esse cenário, ao passo que o banimento das vendas dos EUA ao exterior deve ampliar ainda mais a crise observada ao final do 3T26.

Para a gasolina, o crack-spread entre RBOB e Brent apresenta leve queda sazonal, refletindo o fim da driving season no Hemisfério Norte Global e a mudança de especificação da gasolina americana. Contudo, o indicador segue em patamares historicamente altos, com a média de setembro operando 181% acima da média dos últimos cinco anos. Mesmo com a queda de demanda, a margem de refino permanece elevada por fatores geopolíticos e pela crise global de refino.

Estoques de diesel nos EUA - Milhões de barris**



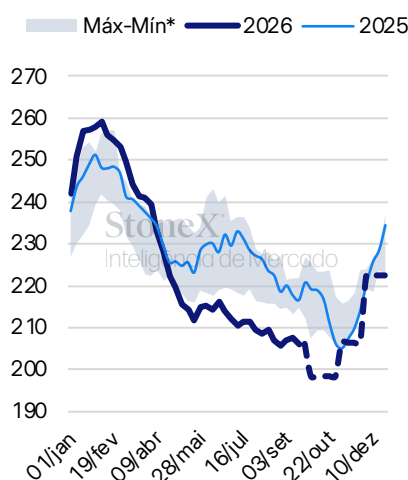
Fonte: DOE. Elaboração: StoneX.
*Últimos 5 anos. **Projeções STEO.

Nos EUA, os estoques alcançaram 206 milhões de barris em meados de setembro, volume 5,7% abaixo da média de 5 anos, resultado de demanda resiliente, exportações na média e importações mais baixas, já que o país passou a driving season apoiado na produção nacional em proporção maior que nos últimos anos, diante da menor disponibilidade global do produto, com a Europa escoando menos ao mercado norte-americano. Já os hubs de ARA e Singapura recompuseram-se no último mês, arrefecendo os diferenciais de refino, mas não o bastante para reverter a queda dos estoques globais.

Neste cenário, poderíamos esperar um crack-spread ainda mais alto para gasolina no período, o que não ocorreu, com a máxima sendo de USD 57,3/bbl no final de agosto – quase metade da margem de refino no diesel. Por quê?

A resposta está principalmente na sazonalidade da demanda da gasolina. O fim do período da driving-season nos EUA e na Europa em setembro resulta em uma diminuição das viagens de verão, além de um aumento da mistura de etanol na gasolina nas bombas americanas, com o consumo do derivado fóssil caindo no Hemisfério Norte Global. Paralelo a isso, há um entendimento de que a crise global de refino tende a afetar no curto prazo mais a produção de destilados médios do que de leves, dado que as regiões impactadas pelos ataques a refinarias – como o Leste Europeu e Oriente Médio – exportam majoritariamente essa classe de produtos, principalmente diesel.

Estoques de gasolina nos EUA - Milhões de barris**



Fonte: DOE. Elaboração: StoneX.
*Últimos 5 anos. **Projeções STEO.

No Brasil, a produção nacional de gasolina A caiu cerca de 8%, em razão da priorização da produção de outros derivados com margens mais atrativas, levando as importações de 1,6 milhão de m³ entre janeiro e agosto de 2025 para 3,3 milhões de m³ no mesmo período de 2026. A alta de preços tem sido contida por subsídios, que devem seguir vigentes enquanto persistir o estresse global. Contudo, os preços ao consumidor final chegaram a R\$ 6,69/L em meados de abril, cerca de R\$ 1,00/L acima do mesmo mês de 2025. Tal cenário tem se revertido desde julho, acomodando-se em R\$ 6,35/L no último mês, enquanto a demanda pela gasolina C no acumulado de 2026 cresce 4%.

Com isso, o balanço global de gasolina segue apertado, mas as perspectivas apontam para desaceleração do crack-spread nos próximos meses – tanto pelo movimento sazonal quanto pelo avanço, ainda que de médio prazo, dos biocombustíveis e da eletrificação como vias de substituição parcial da demanda.



Açúcar



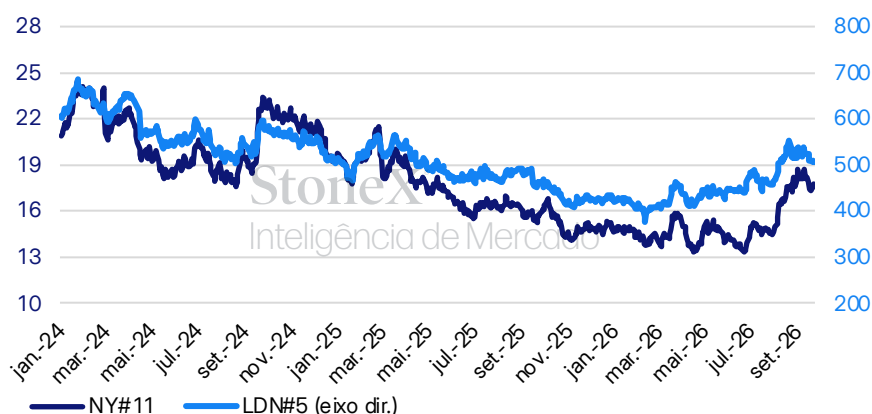
Marcelo Di Bonifácio
marcelo.bonifacio@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Atrasos na safra 2026/27 no Centro-Sul brasileiro diante de chuvas volumosas no segundo semestre de 2026;
- ▲ Perspectiva de déficit na safra global 2026/27 (out-set) de 900 mil t;
- ▲ Quebras nas safras da União Europeia, Tailândia e Índia.

Entre janeiro e julho de 2026, o açúcar bruto em Nova Iorque operou, em média, a US\$ 14,48/lb, rompendo pontualmente a barreira dos “15 cents” em momentos mais pressionados pelo conflito entre Estados Unidos e Irã, como, por exemplo, em março e em maio. Os primeiros sete meses do ano foram, inclusive, pouco voláteis, e o mercado consolidava uma história que até soava repetitiva: os fluxos internacionais da commodity enfrentaram um cenário de sobreoferta que se arrastou por 2025, ano em que caiu 22,1%, e culminou nas mínimas desde 2020, em US\$ 13,31/lb, no dia 17 de abril deste ano.

Cotações do açúcar bruto NY#11 (US\$/lb) e do refinado LDN#5 (USD/ton)



Fonte: ICE, cmdtyView. Elaboração: StoneX.

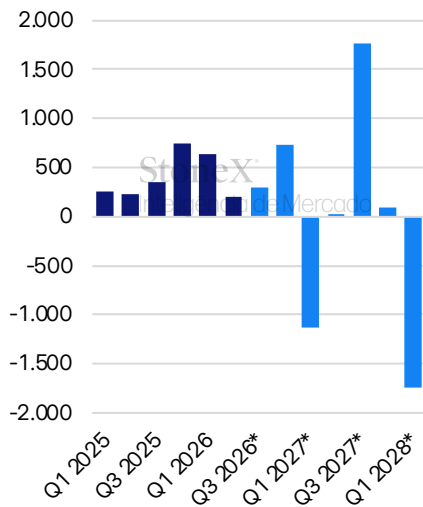
Fatores **Baixistas**

- ▼ Demanda por importações ainda lenta no final de 2026;
- ▼ Visão superavitária para o balanço do trade flow no quarto trimestre de 2026;
- ▼ Expectativas de recorde de moagem no Centro-Sul brasileiro em 2027/28 (abr-mar).

O comportamento das cotações nesse período foi importantíssimo para a determinação do mix açucareiro na safra 2026/27 (abr-mar) do Centro-Sul (CS) brasileiro, ao passo que, entre janeiro e março, meses anteriores ao início do ciclo, o etanol hidratado em São Paulo pagava mais de US\$ 2,70/lb acima do açúcar para exportação, estimulando um início bastante etanoleiro na temporada do CS. Até junho, segundo a UNICA, o mix de açúcar acumulava apenas 42,5%, queda anual de 7,5 pontos percentuais.

Além disso, a safra atual no CS viu, entre abril e setembro, chuvas 93% acima da média de 10 anos, com atrasos relevantes no ritmo de colheita ao longo do mês de junho, na segunda quinzena de julho e na primeira metade de setembro. O contexto climático vem prejudicando os níveis de ATR e de mix açucareiro, além de, claro, diminuir o potencial de moagem da própria safra.

Balanço do trade flow global de açúcar (mil toneladas)



Fonte: GTT, StoneX. Elaboração e *Estimativas: StoneX.

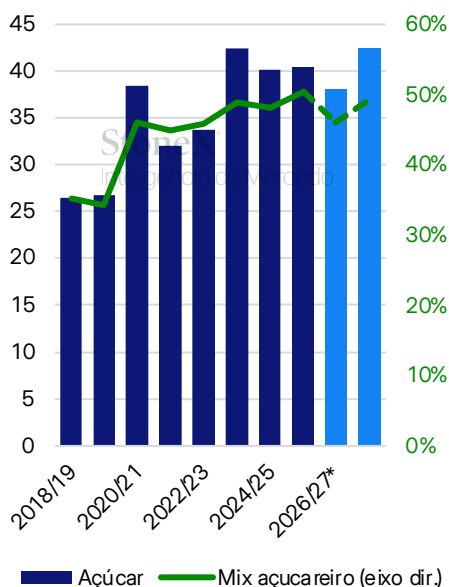
Dessa forma, estimamos uma produção de açúcar em 26/27 de 38 milhões de toneladas, queda anual de 2,2 milhões de t.

Se, até julho, os preços do açúcar se mostravam enfraquecidos (abaixo do custo de produção na maioria das unidades brasileiras), a partir de agosto houve clara mudança de tendência, estimulada fortemente pelo contexto brasileiro. No mês, o contrato de outubro/26 do #11 subiu mais de 20% e atingiu a máxima anual de US\$ 18,73/lb no dia 10 de setembro, quando acumulava aumento de 407 pontos, ou 28%, em um mês e meio – movimento amplamente pautado na presença especulativa dos fundos, que parecem antecipar os riscos de um ciclo global deficitário que se aproxima. O novo patamar de preços estimulou o aumento do mix açucareiro das usinas, que chegou a 51,8% na segunda quinzena de agosto.

Nesse sentido, apesar dos atrasos operacionais, entendemos que a temporada 26/27 (abr-mar) irá se estender até dezembro, expandindo o mix açucareiro dentro do possível, o que colocará volumes acima da média de moagem e de produção de açúcar no quarto trimestre de 2026. E, mesmo estendendo a colheita, enxergamos um volume de 32 milhões de toneladas de cana que será bisado no ciclo atual – ou seja, que será colhido apenas no ano que vem, de março em diante.

O contexto brasileiro nas últimas semanas se sobrepõe ao pessimismo que ronda as safras internacionais. A União Europeia e o Reino Unido viveram sucessivas ondas de calor e chuvas abaixo do normal entre junho e agosto, período crítico para o desenvolvimento da beterraba sacarina. Acreditamos que a produção de açúcar na UE-27 será de apenas 13,3 milhões de t, o menor nível desde a década de 1980, recolocando o bloco como importador líquido de açúcar, o que vai pressionar os fluxos comerciais no primeiro semestre de 2026.

Produção de açúcar no CS (MMt) e mix açucareiro (%)**

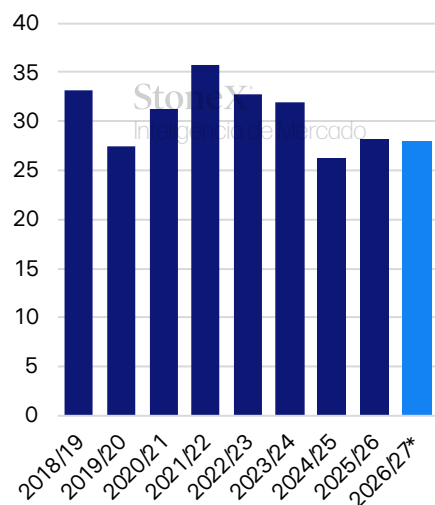


Fontes: UNICA, MAPA. Elaboração e *Estimativas: StoneX. *Ano-safra abril-março.

Na Índia, nossas estimativas apontam para uma produção total de açúcar de 29,0 milhões de toneladas, sendo 1,0 MMt desviado para o etanol. Contudo, diversos agentes do mercado têm trabalhado com “desvio zero”, entendendo que o governo irá priorizar a oferta doméstica do adoçante. Isso se conecta ao fato de que, em agosto, a Índia voltou a importar açúcar, o que não acontecia desde 2016, servindo como fundamento altista relevante. O setor indiano enfrenta duas safras seguidas de estoques finais apertados, e as monções, 15% abaixo do normal, reforçam o pessimismo para 2026/27. Pelo fato de acreditarmos que a produção de açúcar branco (28,0 MMt) ficará abaixo do consumo (28,5 MMt), trabalhamos com o cenário de que a Índia voltará ao mercado importador, provavelmente no segundo semestre de 2027, com pelo menos uma nova cota de 1,0 milhão de toneladas.

Seguindo na Ásia, a Tailândia passa por uma temporada chuvosa entre 15% e 30% abaixo da média, dependendo de cada região, e caminha para uma produção de açúcar de 9,6 MMt em 2026/27 (out-set), queda de 20% frente a 25/26. As usinas tailandesas são importantes fornecedoras regionais de açúcar refinado, e a queda no próximo ciclo, unida ao cenário pessimista na UE-27, contribui para a visão de déficit global na próxima temporada, de 900 mil toneladas.

Produção de açúcar branco na Índia - milhões de t



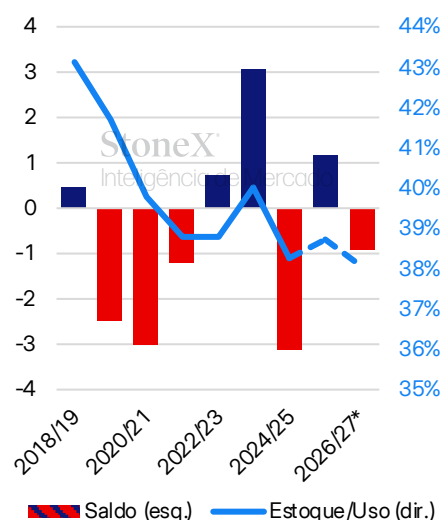
Fonte: ISMA. Elaboração e *Estimativas: StoneX.

Somando Tailândia e União Europeia, serão 3,0 milhões de toneladas de exportação líquida de açúcar branco a menos em 26/27 (out-set) comparando com 25/26, o que deve impactar principalmente o primeiro semestre de 2027. Nesse período, estimamos um déficit de 340 mil t de açúcar branco no balanço do trade flow, contando com 1,4 MMt a menos de exportação líquida desses dois players supracitados, ou seja, é um volume que precisará buscar outras origens.

Isso é importante para o quarto trimestre de 2026, pois pode aumentar o apetite por importações de açúcar bruto pelas refinarias de tolling no Hemisfério Norte. Contando com a diminuição do fluxo via Oriente Médio, por conta da guerra no Irã, possivelmente essa demanda virá do Norte da África e das refinarias portuárias da Índia. Apesar dessa pressão, diante da safra prolongada no CS, o lado exportador ainda fica confortável no 4º tri-2026, com trade flow superavitário.

Contudo, o primeiro semestre de 2027 conta com uma perspectiva pessimista para o trade flow, não só do branco, já mencionada, como também do bruto, principalmente porque o Brasil não terá volume suficiente para cumprir toda a potencial demanda por importações naquele período, por conta da entrada da entressafra e da queda na produção de açúcar em 2026/27 (abr-mar). Dessa forma, acredito que há risco altista para o quarto trimestre caso os agentes decidam continuar antecipando o cenário de déficit no saldo global.

Saldo global de açúcar (MMt) e relação estoque/uso (%)



Fonte: StoneX. Elaboração e *Estimativas: StoneX.

Segurando o ímpeto altista recente do açúcar, vislumbramos recorde na moagem de cana-de-açúcar pelo Centro-Sul em 2027/28 (abr-mar), de 662 milhões de toneladas (contra 635 MMt em 26/27), pautado em um aumento de 3,1 pontos percentuais no mix açucareiro (para 49,3%). Com uma produção de açúcar crescendo para 42,4 milhões de t em 27/28, o Centro-Sul promete colocar volume firme no trade flow global, especialmente no segundo semestre de 2027. Acredito que apenas a perspectiva otimista para o ano que vem serve de limitador altista, o que já tem sido observado na curva futura, com os contratos de julho e outubro de 2027 com descontos de 85 a 75 pontos em relação ao março/27. Assim, se os fundos antecipam o déficit no saldo global em 2026/27 (out-set), que vai se materializar em déficit de oferta disponível nos fluxos comerciais no primeiro semestre de 2027, os mesmos agentes podem, em algum momento do ano que vem, antecipar um potencial superávit, via exportações brasileiras, no segundo semestre.



Etanol



Letícia Corrêa
leticia.correa@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Reação da demanda por etanol hidratado já em 2026;
- ▲ Mistura por anidro chega em E32, com potencial de entrada do E35 em 2027;
- ▲ Mix mais açucareiro contém avanço da produção de etanol de cana.

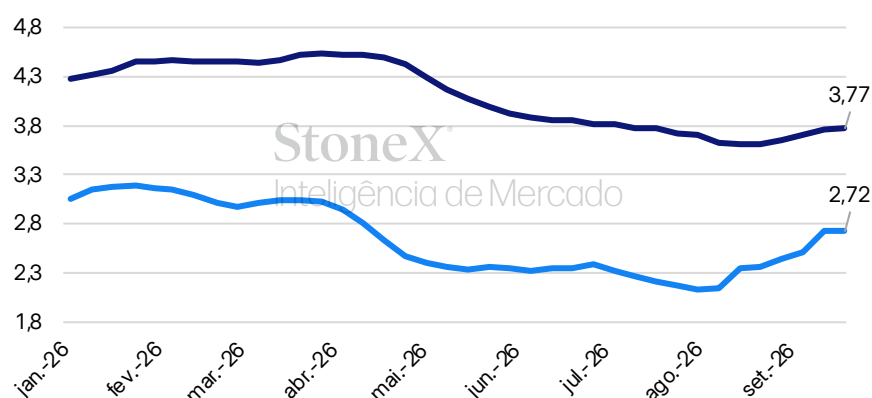
Fatores **Baixistas**

- ▼ Oferta recorde de etanol na safra 2026/27 em 37,8 milhões de m³;
- ▼ Expansão do etanol de milho, com previsão de entrada de 15 novas usinas até o final da safra 2027/28;
- ▼ Eventual queda nos preços da gasolina internacional e recuo das subvenções aos combustíveis leves.

Será que a recuperação para o setor alcooleiro chegou?

O terceiro trimestre de 2026, especialmente agosto, foi marcado por recuperação relevante dos preços do etanol nas usinas. Após atingir a mínima anual de R\$ 2,13/L (Paulínia, SP) na primeira semana de agosto, o indicador avançou para R\$ 2,72/L em meados de setembro, alta de quase 28% em um mês e meio.

Hidratado na bomba (SP) vs Etanol hidratado base Paulínia (SP) (R\$/litro)



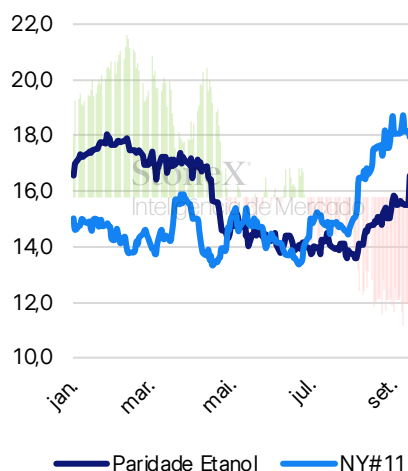
Fonte: ANP e CEPEA (CIF Paulínia, sem impostos). Elaboração: StoneX.

Já o preço nas bombas de São Paulo continuou caindo até o começo de setembro e, desde então, vem acumulando altas consecutivas, mostrando que já se iniciou o repasse dessa alta no produtor ao consumidor final.

Essa alta, porém, não decorreu de um aperto estrutural no balanço de etanol, mas sim foi sustentada por fatores como chuvas acima do esperado no Centro-Sul, expectativas altistas para o açúcar e movimentos legislativos de mudança de mistura e subvenções.

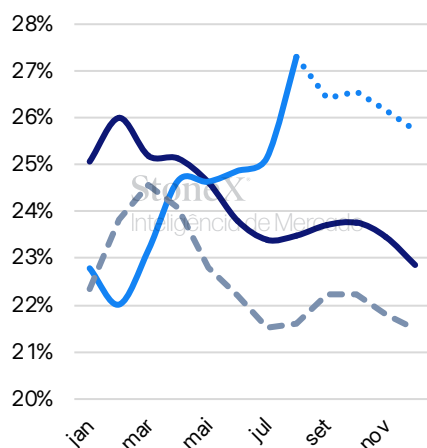
Apesar de estar ocorrendo uma recuperação das vendas de etanol hidratado – a prévia da ANP para agosto mostra uma superação da marca de 2 milhões de m³ de hidratado vendido no Brasil, cerca de 18,8% acima de agosto de 2025 –, o número acumulado de vendas ainda é tímido, com crescimento de apenas 2,73%, representando 24,3% de share de hidratado no consumo nacional de combustíveis leves.

Etanol hidratado em paridade com açúcar NY #11, base São Paulo



Fonte: ICE. Elaboração: StoneX.

Share do etanol hidratado no consumo de Ciclo Otto (Brasil)



Fonte: ANP. Elaboração e Projeções StoneX.

A relação com o açúcar foi um dos principais vetores de sustentação. A alta dos preços internacionais do bruto, atrelada às preocupações climáticas na Europa e Ásia, alterou a curva de paridade e voltou a estimular um mix mais açucareiro, dando às usinas espaço para defender preços mais altos do etanol mesmo diante de uma oferta elevada. Segundo o Ministério da Agricultura e Pecuária (MAPA), até a segunda quinzena de agosto, a produção do biocombustível somava 21,2 milhões de m³, 13,2% acima do mesmo período da safra passada. Além disso, chuvas mais intensas no Centro-Sul atrasaram a moagem da cana-de-açúcar, reforçando o suporte tanto para o açúcar quanto para o etanol.

Além de estar conectado à dinâmica do setor sucroenergético, o etanol também depende diretamente do comportamento da gasolina, já que atua como combustível substituto no caso do hidratado e complementar no caso do anidro. No varejo paulista, a paridade entre hidratado e gasolina C seguia em torno de 59% na terceira semana de setembro, patamar ainda bastante inferior à referência de 70%. Mesmo assim, o movimento recente dos preços nas bombas indica que o repasse da alta observada nas usinas já começou a chegar ao consumidor final, ainda que de forma moderada. Isso importa porque, se o repasse avançar, parte da competitividade que vinha sustentando a demanda pode ser perdida.

Nesse contexto, as medidas fiscais aprovadas ao longo do terceiro trimestre funcionam como um vetor de suporte ao hidratado, mas com efeito incerto. A isenção integral de PIS/Cofins, equivalente a R\$ 0,1922/L, tem impacto direto sobre a cadeia, mas não garante que o benefício seja repassado ao consumidor, podendo ser capturado pelas usinas como recomposição de margem – movimento que já parece ocorrer diante da alta recente dos preços. Já o subsídio adicional de R\$ 0,2519/L teve alteração relevante nos últimos dias, saindo de uma posição mais pró-consumidor para tornar-se essencialmente um suporte às usinas.

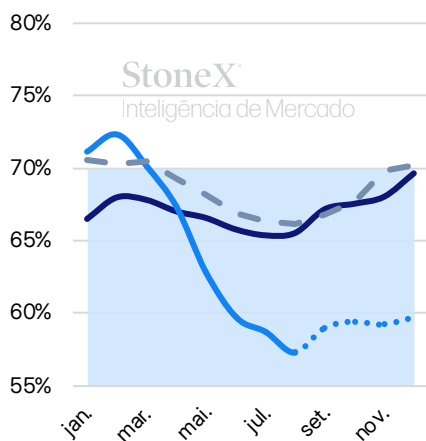
Assim, as subvenções podem ajudar a preservar a competitividade do hidratado, mas seu efeito tende a ser limitado, temporário e condicionado ao repasse efetivo e à trajetória da gasolina internacional.

No caso do anidro, agosto de 2026 marcou um avanço importante para o setor com a aprovação do E32 (mistura obrigatória de 32% de anidro na gasolina C). A medida deve gerar demanda adicional de cerca de 628 mil m³ em 2026 e já se reflete na queda dos estoques de anidro, que recuaram 25,6% desde sua implementação.

Adicionalmente, o E35 entrou em pauta – mesmo pendente a publicação no Diário Oficial da União, o Ministério de Minas e Energia já protocolou os pedidos necessários para o início dos testes, que tendem a ser mais complexos do que os realizados nas últimas rodadas de aumento de mistura.

Uma perspectiva de entrada do E35 em agosto de 2027 elevaria a demanda de anidro em 1,52 milhão de m³ no ano de 2027 em comparação a 2026. Por outro lado, como a autorização do E32 tem caráter temporário, a não conclusão dos testes para o E35 até o fim da vigência da medida poderia reabrir espaço para retorno ao E30, reduzindo em 93 mil m³ a demanda por esse tipo de etanol.

Paridade entre o etanol e a gasolina – São Paulo (%)



Fonte: ANP. Elaboração e Projeções: StoneX.

Então, o que poderia atrapalhar o final de 2026 para o etanol?

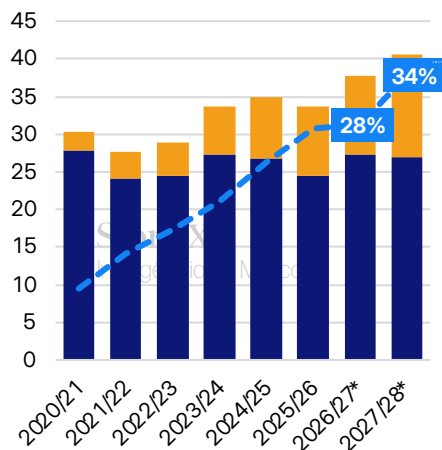
Os principais drivers para os próximos meses no setor irão girar em torno da permanência da demanda alta e da expansão do etanol de milho na entressafra e na safra 2027/28 (abr-mar).

Apesar da melhora recente, o acumulado das vendas de hidratado ainda é baixo frente ao volume produzido: nossas estimativas indicam produção de 37,8 milhões de m³ em 2026/27. Além disso, as últimas semanas já mostram alta dos preços do etanol nas bombas, principalmente em São Paulo, o que pode reduzir parte da competitividade que sustentou a reação da demanda.

Precisamos lembrar que o consumidor demorou a reagir à paridade baixa. O efeito de escolha entre combustíveis leves para os veículos flex tem se tornado cada vez mais subjetivo e não racional. Observa-se que a resposta do consumidor à paridade baixa costuma ocorrer com defasagem e a referência de 70% nem sempre é suficiente para induzir uma migração imediata da gasolina para o etanol. Muitas vezes, é necessária uma vantagem econômica mais evidente; a reação mais forte das vendas ocorreu apenas quando a paridade ficou quase 10 pontos percentuais abaixo desse nível, ou seja, era evidente que o etanol estava mais barato.

Para o final deste ano, vemos uma manutenção das baixíssimas paridades, levando o share de hidratado no Brasil a 24,90% no acumulado do ano.

Produção de etanol (bi de litros) e share do milho (%)**



Fonte: UNICA. Elaboração e *Estimativas: StoneX. **No Centro-Sul.

Olhando para 2027/28 (abr-mar) no Centro-Sul, a StoneX projeta novo recorde de produção, com 40,5 milhões de m³ de etanol, puxado pelo etanol de milho (13,6 milhões de m³) enquanto o etanol de cana recua 1,5% em razão de um mix mais açucareiro. O etanol de milho deve ganhar 12 novas usinas até o fim da safra, totalizando 74 usinas e 20,3 milhões de m³ de capacidade produtiva no país. A velocidade de ramp-up dessas novas plantas é o principal ponto de atenção para a curva de oferta do próximo ciclo.

Em síntese, o quarto trimestre de 2026 e o início de 2027 devem ser marcados pela tensão entre uma demanda que finalmente reage – favorecida pela paridade baixa e pelo avanço regulatório do anidro – e uma oferta estruturalmente elevada, com estoques ainda confortáveis de hidratado e expansão acelerada do etanol de milho. A recente alta de preços foi expressiva, mas segue mais associada à competição com o açúcar, às medidas fiscais e à regulação do que a um aperto genuíno do balanço de etanol. Por isso, a sustentação desse movimento dependerá da evolução do mercado açucareiro internacional, da efetividade das subvenções e da capacidade de preservar a competitividade do hidratado nas bombas.

O setor etanoleiro é alvo de diversos fatores externos, seja do açúcar seja da gasolina, e acaba ficando refém de fundamentos nos quais tem pouco poder de atuação. Precisamos ter cautela nas viradas de preço impostas por estes vetores que podem acabar por minar o desenvolvimento do próprio biocombustível.



Café



Leonardo Rossetti
leonardo.rossetti@stonex.com



Alexis Rubinstein
alexis.rubinstein@stonex.com

Fatores **Altistas**

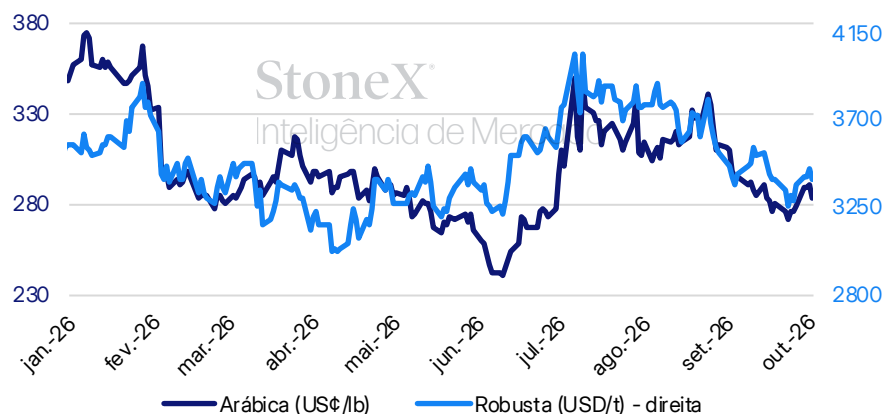
- ▲ A fase mais intensa do El Niño é esperada para o 4º trimestre;
- ▲ Clima instável e risco produtivo na América Central e na Indonésia;
- ▲ Estoques certificados permanecem em níveis historicamente baixos em Nova Iorque.

Fatores **Baixistas**

- ▼ Safra recorde no Brasil em 2026/27;
- ▼ Bons volumes de chuva no cinturão cafeeiro brasileiro durante a florada;
- ▼ Exportações do Vietnã 19,6% superiores na temporada.

Após um primeiro semestre marcado por forte correção, o mercado de café entrou no segundo semestre buscando um novo ponto de equilíbrio. No arábica, os futuros em Nova Iorque oscilaram entre preocupações com a disponibilidade imediata e uma leitura mais confortável para a oferta global. Em julho, atrasos na colheita brasileira, comercialização lenta por parte dos produtores e estoques certificados em níveis historicamente baixos sustentaram a recuperação dos preços, levando o contrato contínuo de mínimas de US\$ 240/lb em junho para US\$ 341/lb em meados de agosto.

Evolução dos preços futuros de café

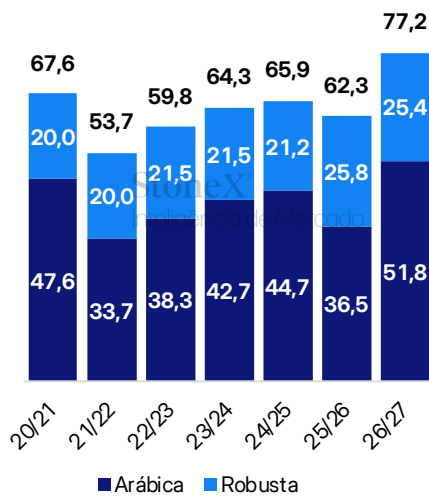


Fonte: ICE. Elaboração: StoneX.

Com o avanço da colheita e a chegada mais consistente de volumes ao mercado físico, porém, os fundamentos passaram a favorecer um cenário mais baixista. A percepção de uma safra recorde no Brasil foi reforçada pelo forte desempenho das exportações, que somaram 4,16 milhões de sacas em agosto, alta de mais de 30% ante o ano anterior e recorde para o mês. Além disso, as chuvas durante o período de florada no Brasil melhoraram a leitura inicial para o potencial produtivo de 2027/28. Nesse ambiente, o arábica voltou a cair fortemente, encerrando setembro a US\$ 290,7/lb, recuo de 6,7% mas terminando o trimestre com avanço de 6,0%.

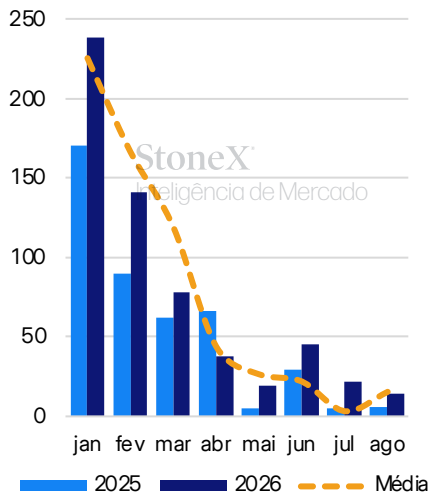
No robusta, os principais vetores de pressão vieram das exportações vietnamitas quase 20% superiores na temporada, do clima favorável no Vietnã para a próxima safra e de uma oferta adequada no Brasil.

Produção brasileira de café
(milhões de sacas)



Fonte: StoneX. Elaboração: StoneX.

Precipitação mensal
no Sul de Minas (mm)



Fontes: Inpe.. Elaboração: StoneX.

Além disso, as floradas nas regiões produtoras do Espírito Santo, Bahia e Rondônia reforçaram a percepção de maior disponibilidade futura. Com isso, a queda do robusta em bolsa foi ainda mais acentuada, com recuo de 5,6% no trimestre, para USD 3.445/t. No início de setembro, após ampla coleta de amostras em diferentes regiões produtoras e estudo de rendimento pós-colheita conduzido pelo time de campo da StoneX, os resultados indicaram produtividade melhor que o esperado na maior parte das áreas avaliadas. Com isso, revisamos nossa estimativa para a safra 2026/27 de 75,3 para 77,2 milhões de sacas. O ajuste refletiu principalmente o desempenho das lavouras de arábica, favorecidas pelo bom regime climático entre dezembro e março, além da manutenção da produção de conilon em patamar historicamente elevado, com as quedas no Espírito Santo compensadas pelo forte crescimento em Rondônia.

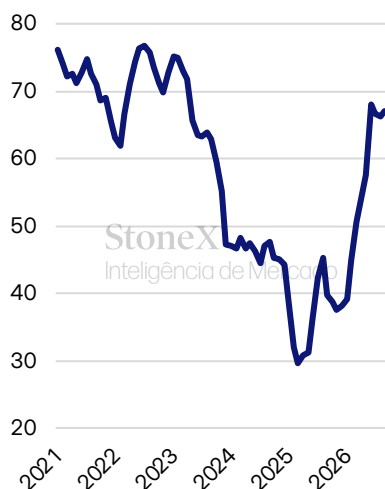
É importante diferenciar volume e qualidade. Embora as chuvas de junho e julho tenham favorecido o desenvolvimento vegetativo para a próxima safra, elas também dificultaram a secagem, elevaram o risco de fermentação e aumentaram o percentual de cafés no chão. Somado à produção aquém do esperado na Colômbia, importante origem de cafés finos, esse quadro ajuda a explicar os diferenciais elevados dos cafés lavados nos principais países produtores e evidencia a limitação da oferta global dessa categoria.

O principal tema para os próximos meses, porém, já não é mais a safra atualmente em colheita, mas o potencial produtivo da temporada 2027/28. Com isso, o foco do mercado migrou para o comportamento climático no Brasil e nos principais produtores, norteados pela consolidação do El Niño de forte intensidade. Historicamente, os impactos do El Niño sobre a cafeicultura brasileira não seguem um padrão único. Em algumas ocasiões, o fenômeno esteve associado a condições favoráveis de umidade durante o período de florada; em outras, contribuiu para episódios de calor excessivo e irregularidade das chuvas.

Até o momento, porém, os sinais nas principais regiões produtoras brasileiras têm sido predominantemente positivos, especialmente em termos de precipitação. As chuvas registradas no cinturão cafeeiro durante agosto e setembro elevaram os níveis de umidade do solo, favoreceram a florada e sustentaram uma expectativa inicial positiva para a safra 2027/28. Esse foi um dos principais fatores de pressão baixista sobre os preços em setembro.

Assim, embora o fortalecimento do El Niño permaneça como um fator de risco relevante para 2027/28, o cenário de curto prazo segue relativamente positivo para a produção brasileira. Nos próximos meses, a atenção deve se concentrar especialmente em novembro e dezembro, período crucial para a expansão dos frutos e a consolidação do potencial produtivo, quando episódios de calor excessivo poderiam trazer impactos negativos às lavouras. Caso a umidade do solo se mantenha adequada e não ocorram quebras expressivas em outras origens, esse cenário pode se tornar um fator importante para manter os preços médios do café em patamares mais baixos até o final do ano, podendo se estender para o início de 2027.

Indicador de diferencial médio de cafés lavados* (Us\$/lb)



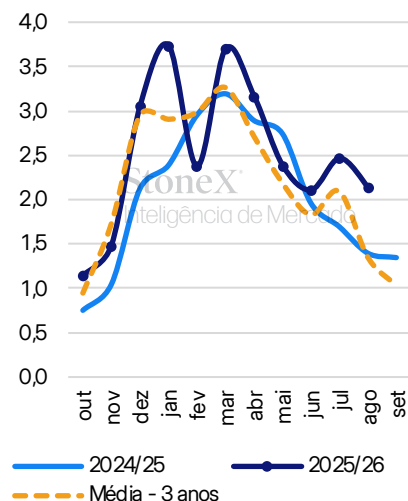
Fontes: StoneX. Elaboração: StoneX.
*média de 11 origens.

Além do Brasil, o mercado global de café entra no quarto trimestre diante de uma combinação complexa de fatores ligados à oferta, demanda, regulação e clima, que podem influenciar de forma significativa a direção dos preços. Embora a melhora das perspectivas para a produção brasileira tenha reduzido parte das preocupações que dominaram o mercado nos últimos dois anos, o balanço global segue sensível a eventuais interrupções em diversas origens produtoras importantes.

Do lado da demanda, o consumo de café seguiu mais resiliente do que muitos participantes esperavam, apesar dos preços elevados no varejo em importantes países importadores. Ainda há sinais de migração para opções mais baratas, como marcas próprias e blends de menor custo, mas o consumo geral permaneceu relativamente estável. Além disso, torrefadores e traders seguem operando com estoques enxutos após anos de incerteza na oferta. Com isso, a atividade de compra deve continuar ativa no quarto trimestre, limitando o risco de uma deterioração mais forte da demanda.

O clima permanece como outra variável crítica. No Vietnã, os padrões recentes têm favorecido as perspectivas produtivas, reforçando a expectativa de forte disponibilidade de robusta na próxima safra. Ainda assim, chuvas excessivas durante a colheita poderiam afetar a qualidade e a logística, enquanto mudanças no regime de precipitação ligadas ao El Niño tenderiam a atrair rapidamente a atenção do mercado. A Indonésia, outro importante fornecedor de robusta, também seguirá no radar após anos de volatilidade na produção.

Exportações mensais de café do Vietnã (milhões de sacas)



Fonte: Vietnam Customs. Elaboração: StoneX.

Ao mesmo tempo, a América Central apresenta um cenário mais incerto. Países como Honduras, Guatemala e Nicarágua entram em fases importantes de desenvolvimento das lavouras, com previsões climáticas indicando potencial de maior variabilidade associada ao El Niño. Embora nenhum problema relevante de produção tenha surgido até o momento, o mercado permanece sensível a qualquer sinal de estresse nessas origens, dada sua importância para a oferta de cafés arábica lavados. Esse segmento segue particularmente apertado após problemas de qualidade em diversos países produtores e uma produção abaixo do esperado na Colômbia.

Diante dessa complexidade de fatores de oferta e demanda, para quem deseja aprofundar a leitura sobre os fundamentos que movem o mercado de café – da formação de preços às dinâmicas de oferta, demanda, clima e comércio internacional –, a StoneX oferece um [curso completo sobre o setor](#), voltado a profissionais que buscam uma visão mais estruturada e aplicada da cadeia cafeeira.

Mudanças regulatórias representam outra fonte importante de incerteza. A Regulamentação da União Europeia sobre Desmatamento (EUDR) deve se tornar um fator cada vez mais relevante para os fluxos comerciais e as decisões de compra nos próximos meses. Embora avanços significativos tenham sido feitos no desenvolvimento de sistemas de rastreabilidade e procedimentos de conformidade, o grau de preparação varia consideravelmente entre países produtores e exportadores. Assim, os participantes do mercado acompanharão de perto possíveis disrupções, atrasos nos embarques ou mudanças temporárias nos padrões de compra, à medida que importadores europeus continuam ajustando suas estratégias de origem antes da implementação plena da norma.



Cacau



Lucca Bezzon
lucca.bezzon@stonex.com



Leonardo Rossetti
leonardo.rossetti@stonex.com

Fatores Altistas

- ▲ Possível atraso na colheita da Costa do Marfim;
- ▲ Preços baixos ao produtor marfinense e de Gana podem estimular retenção de amêndoas;
- ▲ Risco climático associado ao El Niño e relatos de menor formação de vagens;
- ▲ Posição líquida vendida dos fundos pode favorecer movimentos de short covering.

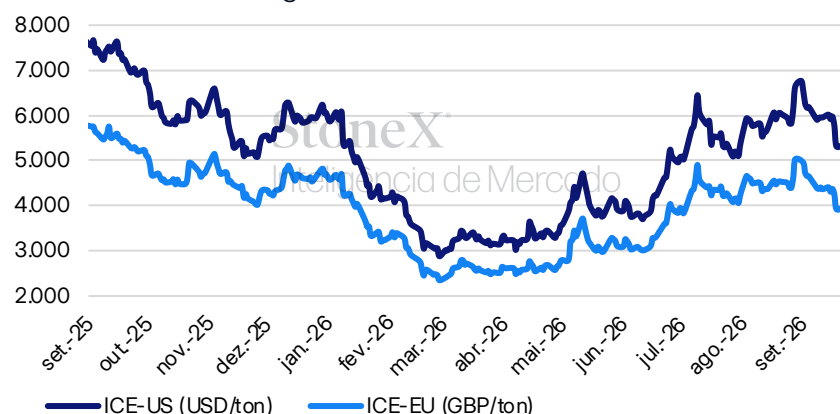
Fatores Baixistas

- ▼ Estoques certificados nas bolsas internacionais seguem em recuperação;
- ▼ Chuvas no Oeste Africano recuaram para níveis mais próximos das médias históricas;
- ▼ Moagens mostram alguma recuperação, mas a demanda por manteiga de cacau e as margens das indústrias ainda permanecem relativamente fracas.

Após um primeiro semestre marcado por forte correção, o mercado de café entrou no segundo semestre buscando um novo ponto de equilíbrio. No arábica, os futuros em Nova Iorque oscilaram entre preocupações com a disponibilidade imediata e uma leitura mais confortável para a oferta global. Em julho, atrasos na colheita brasileira, comercialização lenta por parte dos produtores e estoques certificados em níveis historicamente baixos sustentaram a recuperação dos preços, levando o contrato contínuo de mínimas de US\$ 240/lb em junho para US\$ 341/lb em meados de agosto.

Com o avanço da colheita e a chegada mais consistente de volumes ao mercado físico, porém, os fundamentos passaram a favorecer um cenário mais baixista.

Cacau em bolsa, segundo contrato contínuo

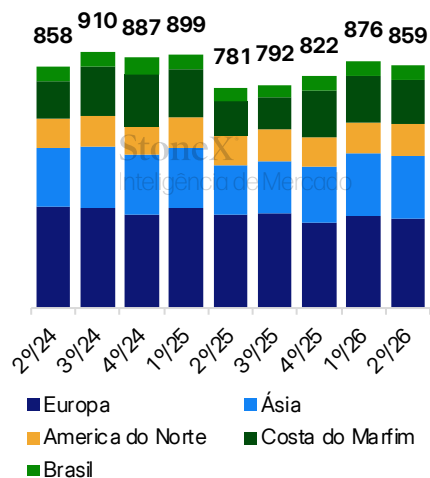


Fonte: ICE. Elaboração: StoneX.

A percepção de uma safra recorde no Brasil foi reforçada pelo forte desempenho das exportações, que somaram 4,16 milhões de sacas em agosto, alta de mais de 30% ante o ano anterior e recorde para o mês. Além disso, as chuvas durante o período de florada no Brasil melhoraram a leitura inicial para o potencial produtivo de 2027/28. Nesse ambiente, o arábica voltou a cair fortemente, encerrando setembro a US\$ 290,7/lb, recuo de 6,7% mas terminando o trimestre com avanço de 6,0%.

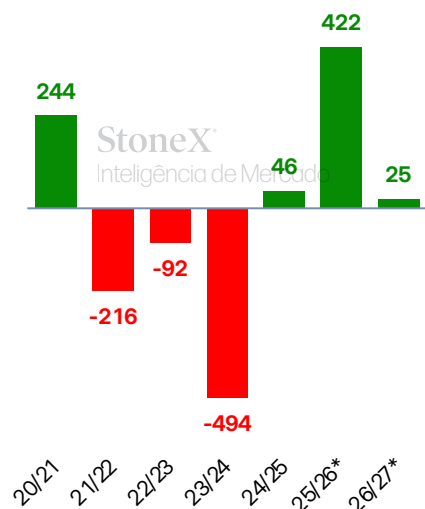
No robusta, os principais vetores de pressão vieram das exportações vietnamitas quase 20% superiores na temporada, do clima favorável no Vietnã para a próxima safra e de uma oferta adequada no Brasil. Além disso, as floradas nas regiões produtoras do Espírito Santo, Bahia e Rondônia reforçaram a percepção de maior disponibilidade futura.

Moagem de cacau nas principais regiões - mil ton



Fontes: ECA, CAA, NCA, AIPC e GEPEX. Elaboração: StoneX.

Saldo global de cacau - mil ton



Fonte: ICCO e StoneX. Elaboração e *Estimativa: StoneX.

Com isso, a queda do robusta em bolsa foi ainda mais acentuada, com recuo de 5,6% no trimestre, para USD 3.445/t. No início de setembro, após ampla coleta de amostras em diferentes regiões produtoras e estudo de rendimento pós-colheita conduzido pelo time de campo da StoneX, os resultados indicaram produtividade melhor que o esperado na maior parte das áreas avaliadas. Com isso, revisamos nossa estimativa para a safra 2026/27 de 75,3 para 77,2 milhões de sacas. O ajuste refletiu principalmente o desempenho das lavouras de arábica, favorecidas pelo bom regime climático entre dezembro e março, além da manutenção da produção de conilon em patamar historicamente elevado, com as quedas no Espírito Santo compensadas pelo forte crescimento em Rondônia.

É importante diferenciar volume e qualidade. Embora as chuvas de junho e julho tenham favorecido o desenvolvimento vegetativo para a próxima safra, elas também dificultaram a secagem, elevaram o risco de fermentação e aumentaram o percentual de cafés no chão. Somado à produção aquém do esperado na Colômbia, importante origem de cafés finos, esse quadro ajuda a explicar os diferenciais elevados dos cafés lavados nos principais países produtores e evidencia a limitação da oferta global dessa categoria.

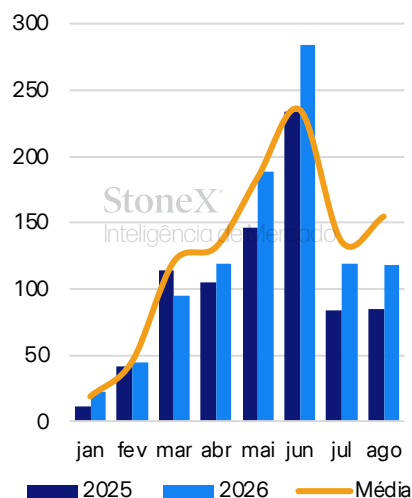
O principal tema para os próximos meses, porém, já não é mais a safra atualmente em colheita, mas o potencial produtivo da temporada 2027/28. Com isso, o foco do mercado migrou para o comportamento climático no Brasil e nos principais produtores, norteados pela consolidação do El Niño de forte intensidade. Historicamente, os impactos do El Niño sobre a cafeicultura brasileira não seguem um padrão único. Em algumas ocasiões, o fenômeno esteve associado a condições favoráveis de umidade durante o período de florada; em outras, contribuiu para episódios de calor excessivo e irregularidade das chuvas.

Até o momento, porém, os sinais nas principais regiões produtoras brasileiras têm sido predominantemente positivos, especialmente em termos de precipitação. As chuvas registradas no cinturão cafeeiro durante agosto e setembro elevaram os níveis de umidade do solo, favoreceram a florada e sustentaram uma expectativa inicial positiva para a safra 2027/28. Esse foi um dos principais fatores de pressão baixista sobre os preços em setembro.

Assim, embora o fortalecimento do El Niño permaneça como um fator de risco relevante para 2027/28, o cenário de curto prazo segue relativamente positivo para a produção brasileira. Nos próximos meses, a atenção deve se concentrar especialmente em novembro e dezembro, período crucial para a expansão dos frutos e a consolidação do potencial produtivo, quando episódios de calor excessivo poderiam trazer impactos negativos às lavouras. Caso a umidade do solo se mantenha adequada e não ocorram quebras expressivas em outras origens, esse cenário pode se tornar um fator importante para manter os preços médios do café em patamares mais baixos até o final do ano, podendo se estender para o início de 2027.

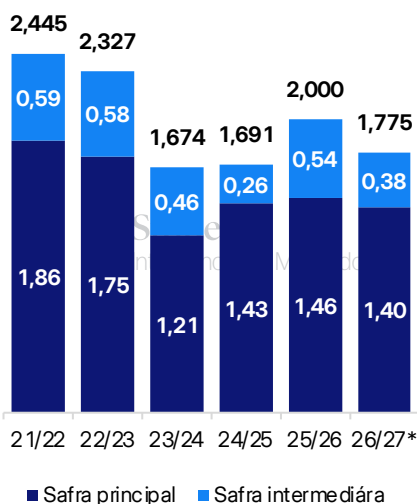
Além do Brasil, o mercado global de café entra no quarto trimestre diante de uma combinação complexa de fatores ligados à oferta, demanda, regulação e clima, que podem influenciar de forma significativa a direção dos preços. Embora a melhora das perspectivas para a produção brasileira tenha reduzido parte das preocupações que dominaram o mercado nos últimos dois anos, o balanço global segue sensível a eventuais interrupções em diversas origens produtoras importantes.

Chuvas mensais na Costa do Marfim (mm)



*Estimado. Fonte: Open Meteo.
Elaboração: StoneX.

Produção de cacau da Costa do Marfim por temporada (milhões de tons)



Fonte: Gepex e StoneX. Elaboração: StoneX.

Do lado da demanda, o consumo de café seguiu mais resiliente do que muitos participantes esperavam, apesar dos preços elevados no varejo em importantes países importadores. Ainda há sinais de migração para opções mais baratas, como marcas próprias e blends de menor custo, mas o consumo geral permaneceu relativamente estável. Além disso, torrefadores e traders seguem operando com estoques enxutos após anos de incerteza na oferta. Com isso, a atividade de compra deve continuar ativa no quarto trimestre, limitando o risco de uma deterioração mais forte da demanda.

O clima permanece como outra variável crítica. No Vietnã, os padrões recentes têm favorecido as perspectivas produtivas, reforçando a expectativa de forte disponibilidade de robusta na próxima safra. Ainda assim, chuvas excessivas durante a colheita poderiam afetar a qualidade e a logística, enquanto mudanças no regime de precipitação ligadas ao El Niño tenderiam a atrair rapidamente a atenção do mercado. A Indonésia, outro importante fornecedor de robusta, também seguirá no radar após anos de volatilidade na produção.

Ao mesmo tempo, a América Central apresenta um cenário mais incerto. Países como Honduras, Guatemala e Nicarágua entram em fases importantes de desenvolvimento das lavouras, com previsões climáticas indicando potencial de maior variabilidade associada ao El Niño. Embora nenhum problema relevante de produção tenha surgido até o momento, o mercado permanece sensível a qualquer sinal de estresse nessas origens, dada sua importância para a oferta de cafés arábica lavados. Esse segmento segue particularmente apertado após problemas de qualidade em diversos países produtores e uma produção abaixo do esperado na Colômbia.

Diante dessa complexidade de fatores de oferta e demanda, para quem deseja aprofundar a leitura sobre os fundamentos que movem o mercado de café – da formação de preços às dinâmicas de oferta, demanda, clima e comércio internacional –, a StoneX oferece um [curso completo sobre o setor](#), voltado a profissionais que buscam uma visão mais estruturada e aplicada da cadeia cafeeira. Mudanças regulatórias representam outra fonte importante de incerteza. A Regulamentação da União Europeia sobre Desmatamento (EUDR) deve se tornar um fator cada vez mais relevante para os fluxos comerciais e as decisões de compra nos próximos meses. Embora avanços significativos tenham sido feitos no desenvolvimento de sistemas de rastreabilidade e procedimentos de conformidade, o grau de preparação varia consideravelmente entre países produtores e exportadores. Assim, os participantes do mercado acompanharão de perto possíveis disrupções, atrasos nos embarques ou mudanças temporárias nos padrões de compra, à medida que importadores europeus continuam ajustando suas estratégias de origem antes da implementação plena da norma.

Em conjunto, esses fatores sugerem que, embora o mercado futuro esteja cada vez mais focado em uma maior disponibilidade global, a volatilidade deve permanecer elevada. Preocupações climáticas na Ásia ou na América Central, apertado na oferta de cafés lavados de alta qualidade, disrupções associadas à EUDR ou uma demanda acima do esperado ainda poderiam desacelerar a transição para condições de superávit. Assim, mesmo que a tendência mais ampla seja mais baixista do que nos últimos dois anos, o movimento de queda dificilmente será linear ao longo do trimestre.



Pecuária



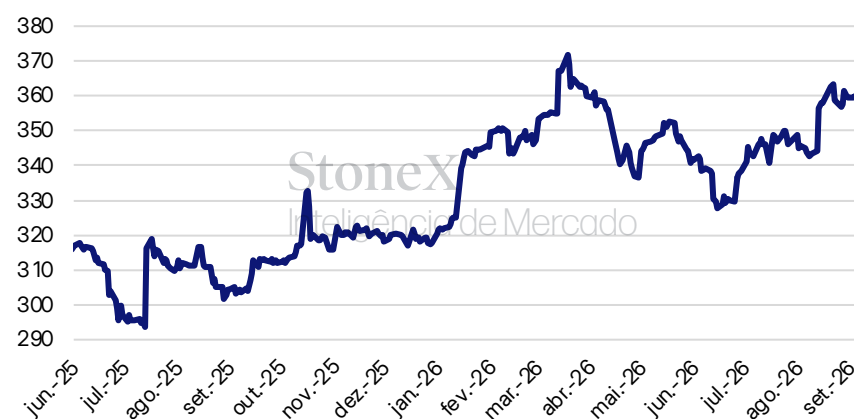
Larissa Barboza Alvarez
larissa.alvarez@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Redução dos abates e avanço da retenção de fêmeas;
- ▲ Demanda internacional resiliente e mais diversificada;
- ▲ Tendências de consumo favoráveis às proteínas animais.

Em um mundo cada vez mais demandante por proteínas, o Brasil deve seguir consolidando sua posição como maior exportador de carne bovina do mundo. Ainda assim, o ritmo de crescimento dos embarques tende a perder intensidade à medida que a oferta de animais se reduz com o avanço da virada do ciclo pecuário. Mais do que uma disputa por mercados, o próximo trimestre deverá ser marcado pela adaptação da cadeia produtiva a um novo cenário de oferta e demanda, tanto no mercado doméstico quanto no internacional.

Cotações do índice contínuo do Boi Gordo na B3 (BRL/@)



Fonte: B3. Elaboração: StoneX.

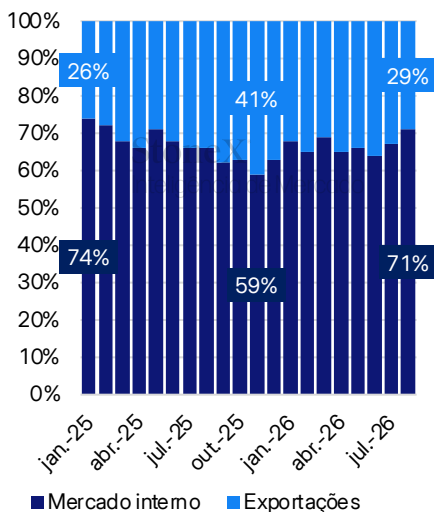
Fatores **Baixistas**

- ▼ Crescentes exigências sanitárias e de rastreabilidade nos mercados importadores;
- ▼ Incertezas sobre a evolução das políticas comerciais da China;
- ▼ Maior concorrência entre exportadores na disputa pelos espaços deixados pelas cotas chinesas.

Pelo lado da demanda, a principal mudança de 2026 foi a implementação das cotas chinesas. Mais do que uma limitação quantitativa, a medida representou uma quebra estrutural na forma como os fluxos comerciais se distribuem ao longo do ano. Pela primeira vez em quase uma década, o primeiro semestre passou a concentrar os maiores volumes de exportação, invertendo uma lógica histórica na qual grande parte da oferta era direcionada para os últimos meses do ano.

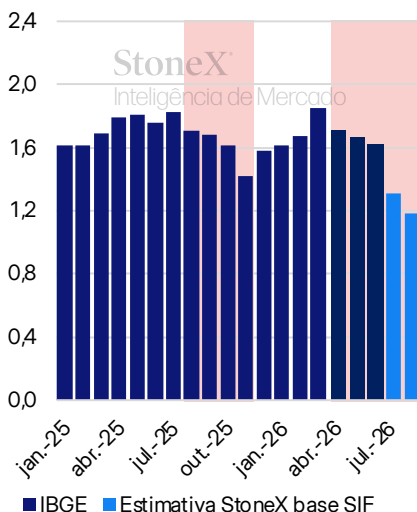
Essa nova dinâmica não altera apenas o calendário de compras dos frigoríficos. Ela também modifica a forma como os confinamentos organizam sua produção. Se a janela de entrega se antecipa, as decisões relacionadas à reposição também tendem a ocorrer mais cedo. Nesse contexto, espera-se uma antecipação das compras de animais de reposição. Os encadeamentos com outros setores também ganham relevância. A definição antecipada dos lotes confinados influencia diretamente o momento de aquisição dos principais insumos utilizados nas dietas, como milho, DDG, sorgo e, dependendo da

Destinação da oferta de carne bovina brasileira



Fontes: IBGE e SIF. Elaboração: StoneX.

Abates de fêmeas (milhão de cabeças)



Fontes: SIF, IBGE e StoneX.
Elaboração: StoneX.

região, polpa cítrica e caroço de algodão. Em outras palavras, a mudança no calendário das exportações tende a repercutir sobre toda a cadeia produtiva, alterando decisões de planejamento, estrutura de custos e, consequentemente, as expectativas de rentabilidade dos sistemas de terminação.

Apesar da crescente participação dos sistemas intensivos, a maior parte da pecuária brasileira ainda depende das pastagens. Por isso, as condições climáticas continuam sendo determinantes para a disponibilidade de oferta. Se nos últimos anos as preocupações estiveram voltadas aos efeitos da La Niña, especialmente sobre a disponibilidade de pasto e os índices reprodutivos, o atual ciclo de El Niño desloca as atenções para a distribuição das chuvas entre as diferentes regiões produtoras.

Segundo as projeções climáticas da StoneX, as regiões Sul, Sudeste e parte do Centro-Oeste devem registrar condições favoráveis ao desenvolvimento das pastagens. Por outro lado, o Norte do país pode enfrentar um cenário mais restritivo, em uma região que concentrou parte da expansão recente do rebanho.

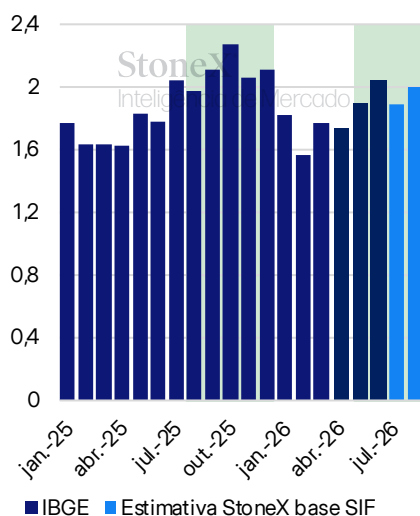
Se a demanda passou por mudanças estruturais importantes, a oferta também começa a apresentar sinais cada vez mais claros de transição. O primeiro semestre de 2026 registrou o maior volume de abates da história brasileira para o período, com mais de 21 milhões de cabeças processadas segundo os dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Porém, os números mais recentes indicam que esse movimento já começa a perder força.

Dados do Serviço de Inspeção Federal (SIF) e estimativas da StoneX mostram que a participação de fêmeas nos abates vem recuando há cinco meses consecutivos. Em agosto, pouco mais de um milhão de fêmeas foram abatidas, o menor volume desde o final de 2024. Na prática, trata-se de mais uma evidência de que a retenção de matrizes está ganhando intensidade e de que a virada do ciclo pecuário já se encontra em estágio avançado. Com a chegada da primavera e o avanço da estação de monta, a tendência é que esse movimento de retenção se intensifique, limitando ainda mais a disponibilidade futura de animais terminados.

Embora as atenções estejam concentradas nas exportações, é importante lembrar que o mercado doméstico continua sendo o principal consumidor da carne bovina brasileira. Diferentemente dos demais países do Mercosul, o Brasil conta com uma base consumidora capaz de absorver mais da metade da produção nacional, característica que historicamente funciona como importante fator de sustentação da demanda.

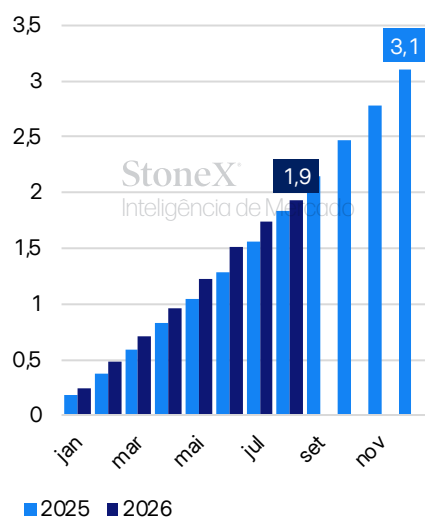
Quando as cotas chinesas foram anunciadas, a principal dúvida era quanto tempo o Brasil demoraria para atingir o limite estipulado. No ano passado, esse volume foi alcançado apenas em setembro. Em 2026, segundo nossas estimativas, a cota já havia sido preenchida no início de julho, antes mesmo da confirmação oficial pelas autoridades chinesas. Considerando ainda que parte dos embarques realizados no final de 2025 ingressou na alfândega chinesa apenas em 2026, a velocidade de ocupação da cota tornou-se ainda mais evidente.

Abates de machos
(milhões de cabeças)



Fontes: SIF, IBGE e StoneX.
Elaboração: StoneX.

Exportações totais de carne bovina
brasileira (milhões de toneladas)



Fonte: Comex Stat. Elaboração: StoneX.

A medida reflete a tentativa chinesa de sustentar os preços domésticos da carne bovina após anos de forte pressão competitiva das importações. Ainda assim, permanece a dúvida sobre a capacidade de outros fornecedores ocuparem os espaços deixados pelo Brasil. O próprio Uruguai já sinalizou dificuldades para utilizar plenamente sua parcela da cota disponível. Se de um lado a China buscou sustentar seus preços internos por meio de restrições às importações, os Estados Unidos caminharam na direção oposta. Após conviver com o menor rebanho bovino em décadas e com preços elevados da carne, o mercado passou do chamado “tarifaço” para uma isenção temporária aplicada à carne moída produzida a partir de cortes magros. Ainda que limitada, a medida evidencia a preocupação com o orçamento do consumidor e gera dúvidas sobre a velocidade desse repasse aos preços finais.

A União Europeia também ganhou destaque após o anúncio de restrições associadas à rastreabilidade no uso de antimicrobianos. O movimento antecipou embarques e trouxe novamente à tona a necessidade de sistemas robustos de controle e rastreabilidade para acesso a mercados de maior valor agregado. Embora as negociações avancem, a adequação da cadeia bovina deverá exigir mais tempo devido à sua complexidade.

Ao mesmo tempo, os acontecimentos recentes reforçaram que a demanda internacional por carne bovina brasileira vai muito além da China. Mercados da América Latina, Oriente Médio, Ásia e Eurásia seguiram ampliando sua participação. A mensagem é clara: China e Estados Unidos permanecem como os principais parceiros comerciais da carne bovina brasileira, mas a diversificação dos destinos reforça a competitividade do produto brasileiro no cenário global. Outro tema que merece atenção é a transformação dos hábitos alimentares associada à popularização dos medicamentos baseados em GLP-1. Os primeiros sinais apontam para uma menor participação de produtos ultraprocessados e para uma busca crescente por alimentos com melhor perfil nutricional. Nesse contexto, o setor de proteínas surge como um dos principais beneficiados, com carnes e lácteos ocupando posição central em dietas focadas em maior ingestão proteica.

Na minha avaliação, o quarto trimestre de 2026 deverá consolidar duas tendências que já vinham se desenhando ao longo do ano. A primeira é a redução gradual da oferta, impulsionada pela retenção de fêmeas e pelo avanço da virada do ciclo pecuário. A segunda é a capacidade da demanda internacional de continuar absorvendo volumes elevados de carne bovina brasileira mesmo em um ambiente de maiores restrições comerciais e transformações nos padrões globais de consumo.

Esse equilíbrio entre oferta mais curta e demanda resiliente ajuda a explicar o comportamento firme observado tanto no mercado físico quanto nos contratos futuros. Com vencimentos de 2027 já negociando próximos de R\$ 390/@, os agentes seguem precificando um cenário de menor disponibilidade de animais nos próximos meses. Assim, os fundamentos permanecem construtivos para a pecuária brasileira. A combinação entre retenção de matrizes, oferta futura mais restrita, diversificação dos destinos de exportação e crescimento estrutural da demanda global por proteínas sugere a continuidade de um ambiente favorável para o setor. Trata-se do reflexo de uma pecuária que entra em uma nova fase do ciclo, marcada por menor disponibilidade de animais e por um mercado internacional que continua demandando proteína bovina brasileira.



Leite e Laticínios



Nate Donnay
nate.donnay@stonex.com

Director
Dairy Market Insight



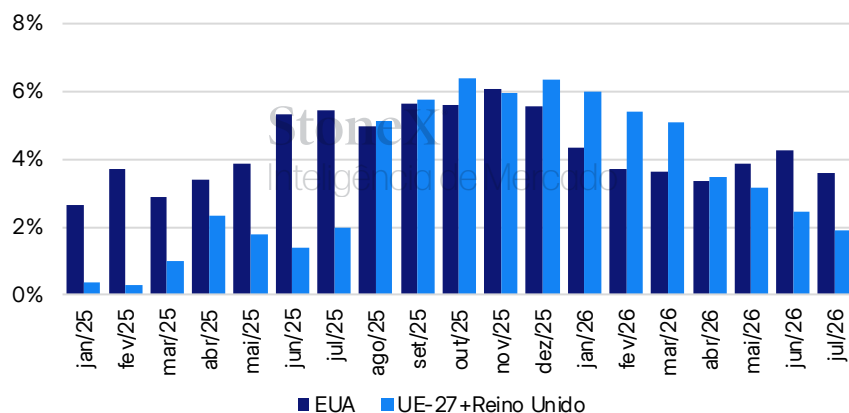
Juliana Torres
juliana.torres@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Demanda por lácteos permaneceu extremamente forte nos últimos meses;
- ▲ O aumento dos custos de produção, especialmente com alimentação, tende a reduzir as margens dos produtores;
- ▲ O El Niño e questões relacionadas à sanidade animal continuam representando riscos para a produção.

O mercado global de lácteos apresentou, de forma geral, um movimento de alta durante o terceiro trimestre, liderado pela Europa. As condições climáticas quentes e secas no continente aumentaram as preocupações com uma oferta mais restrita de alimentos para o rebanho e com uma desaceleração mais acentuada na produção de leite. O El Niño também representa um risco para a produção leiteira no Hemisfério Sul nos próximos meses. No entanto, os dados mais recentes de produção (julho/agosto) vieram, em geral, melhores do que o esperado e seguem significativamente acima do ano passado, o que trouxe alguma pressão baixista aos preços dos lácteos em setembro.

Crescimento da produção de leite - EUA e UE (Ajustado p/ 4% de gord./3,4% de prot., 30 dias/mês)



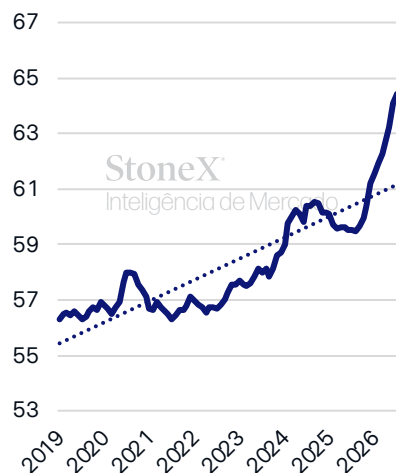
Fontes: USDA, Eurostat, Defra e Cálculos, Estimativas e Projeções da StoneX.

Fatores **Baixistas**

- ▼ Produção mundial acima do esperado em julho e agosto;
- ▼ Parte dos compradores mundiais já formou estoques e pode postergar novas aquisições;
- ▼ Estoques na Europa ainda elevados, especialmente para manteiga;
- ▼ Aumento da oferta sazonal de leite no Brasil;
- ▼ No Brasil, preços mais altos do segundo/terceiro trimestre podem retrair a demanda.

O clima quente e seco afetou partes da Europa entre junho e agosto, reduzindo a produtividade das lavouras e a produção de leite. O crescimento anual da produção de leite desacelerou de 5,1% em março para 1,9% em julho. Ainda assim, os resultados de julho a setembro vieram melhores do que o esperado. Há indícios de que parte dos produtores ainda utiliza ração de alta qualidade da safra 2025/26, o que pode postergar os impactos da menor qualidade da safra 2026/27 para janeiro. A partir de setembro, a comparação passa a ocorrer sobre uma base elevada do ano anterior, e segue a expectativa de que a produção fique ligeiramente abaixo dos níveis de 2025 entre setembro e o primeiro trimestre.

Importações globais (exceto China) em equivalente-leite (Milton, Acumulado 12 meses)



Fonte: GTT, Cálculos e estimativas da StoneX.

O rebanho leiteiro dos Estados Unidos atingiu seu maior nível desde o início de 1992. Nos últimos dois anos, foram adicionadas 388 mil vacas ao plantel de ordenha. Os produtores responderam às margens recordes observadas em 2024 e 2025, impulsionadas pelo aumento dos preços e das vendas de bezerros cruzados, além da ampliação da capacidade de processamento de leite. Embora os preços de bezerros e do abate tenham recuado em relação aos recordes, as margens dos produtores seguem acima da média histórica. Além disso, diversas novas plantas industriais e expansões devem entrar em operação nos próximos dois anos, dando suporte adicional ao crescimento da produção. Com margens menos favoráveis, o crescimento da produção desacelerou de 5,5% em dezembro para 3,6% em julho (YoY), mas o maior tamanho do rebanho deve continuar sustentando uma produção superior à do ano passado.

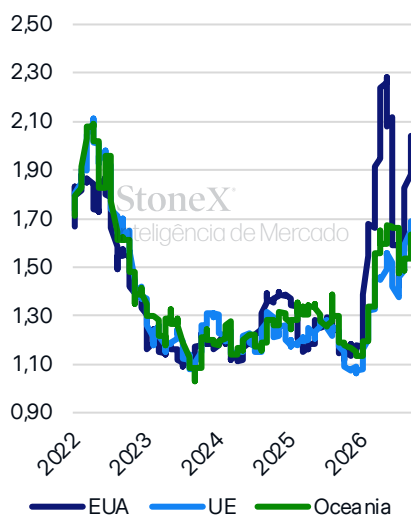
A Nova Zelândia iniciou a temporada de forma positiva. A produção de sólidos do leite nos três primeiros meses da safra avançou 4,3% em relação ao ano anterior, sobre uma base que já havia crescido 4,4% na temporada passada. Até setembro, as condições climáticas e o crescimento das pastagens permaneceram próximos da normalidade. O El Niño continua se intensificando e representa um risco baixista para a produção ao longo da safra, mas, até o momento, a temporada apresenta desempenho sólido.

A demanda global por lácteos segue surpreendentemente forte. As importações globais em equivalente-leite, excluindo a China, cresceram 8,3% nos últimos 12 meses, com aumento das compras de todos os principais produtos lácteos, incluindo leite em pó integral e desnatado, queijos e manteiga/AMF. Parte desse aumento parece estar relacionada à formação de estoques, especialmente de manteiga, o que pode limitar as compras futuras caso os preços avancem rapidamente. Em setembro, a demanda perdeu força diante da produção acima do esperado nos principais exportadores. Contudo, preocupações com o El Niño e uma oferta abaixo do esperado podem manter o movimento de recomposição de estoques mesmo com preços mais elevados.

No Brasil, o quarto trimestre é tradicionalmente marcado pela retomada mais consistente da oferta nacional de leite. Enquanto a produção da região Sul já apresentava recuperação ao longo do terceiro trimestre, o retorno das chuvas em boa parte do restante do país favorece a disponibilidade de forragens, o que amplia a oferta de leite. As condições climáticas observadas durante o inverno foram, de forma geral, positivas, com precipitações acima da média em diversas regiões, criando um ambiente favorável para o avanço da produção nos últimos meses do ano.

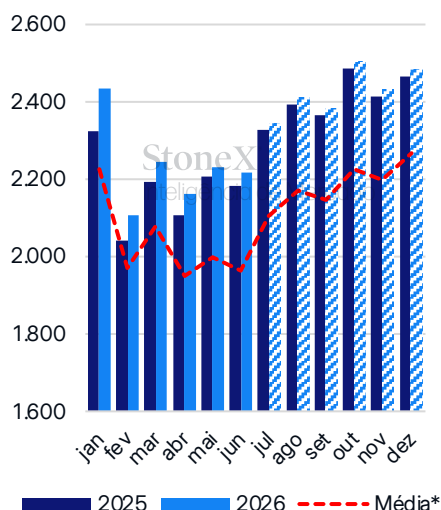
Ainda assim, o crescimento da oferta ocorre em ritmo inferior ao observado no ano passado. A captação de leite no segundo trimestre avançou 1,0% em relação ao mesmo período de 2025, abaixo dos 10,2% registrados um ano antes. Além disso, há os potenciais impactos do El Niño: No Nordeste e no Centro-Sudeste, os menores volumes de chuva e temperaturas mais elevadas podem reduzir a produção de leite e comprometer a produção de forragens suplementares. Já no Sul, maiores volumes de chuva tendem a favorecer as pastagens, mas aumentam o risco de eventos extremos capazes de afetar a captação, a infraestrutura das propriedades e a produção de alimentos. Dessa forma, embora a produção siga em expansão e a disponibilidade de matéria-prima deva aumentar no último trimestre, os fundamentos sugerem um balanço de oferta menos confortável do que o observado em 2025.

Preços de Leite em pó desnatado (USD/lb.)



Fonte: CME, GDT, EEX Elaboração: StoneX.

Brasil | Captação de Leite (milhões de litros)



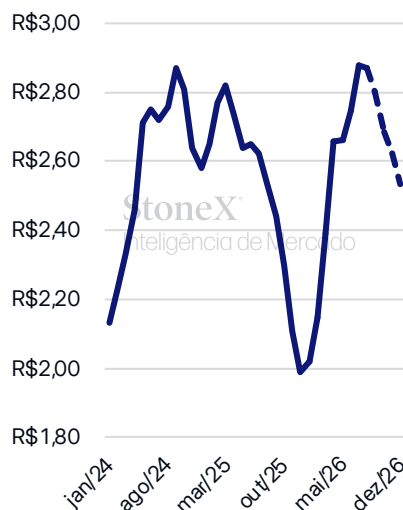
Fonte: IBGEe **Estimativas: StoneX.
*Média de 5 anos

O preço do leite ao produtor permaneceu sustentado durante boa parte do ano, apoiado pelo desempenho favorável dos derivados. Em julho e agosto, os valores pagos ao produtor ficaram próximos de R\$ 2,88/litro, patamar superior ao observado no mesmo período do ano passado. Apesar disso, os sinais observados ao longo de setembro indicam uma mudança de direção. O aumento da disponibilidade de leite e o enfraquecimento recente dos derivados passaram a pressionar o mercado e o spot e tende a ser gradualmente refletido nos pagamentos ao produtor ao longo do último trimestre.

Entre os derivados, o cenário também passou a apresentar maior pressão baixista ao final do terceiro trimestre. No mercado de leite UHT, os preços permaneceram firmes entre julho e agosto, mas passaram a recuar em setembro diante do aumento da oferta e de uma postura mais cautelosa dos compradores. O repasse dos preços ao consumidor parece ter reduzido parte do dinamismo da demanda, enquanto os estoques começaram a crescer. Com maior volume de leite disponível para processamento, a expectativa é de manutenção da pressão sobre o mercado.

A muçarela apresentou comportamento semelhante. Após vários meses operando em uma faixa relativamente estreita e historicamente confortável, os preços começaram a ceder em setembro. O movimento reflete o aumento da produção e de estoques, além uma maior resistência dos compradores. Além disso, com os preços em níveis altos já há algum tempo, a tendência para o quarto trimestre segue sendo de ajuste gradual.

Brasil | Preços de leite ao produtor - BRL/litro



Fonte: CEPEA. Elaboração e Estimativas: StoneX.

Já o leite em pó integral permaneceu lateralizado durante boa parte do terceiro trimestre. Os elevados estoques, a forte competitividade do produto importado e a postura confortável dos compradores limitaram uma recuperação dos preços. Apesar de algumas sinalizações de melhora em setembro, os fatores que pressionam o mercado seguem presentes. Por outro lado, após um longo período de negociações reduzidas, uma eventual retomada das compras pode contribuir para uma retomada dos preços ao longo do trimestre.

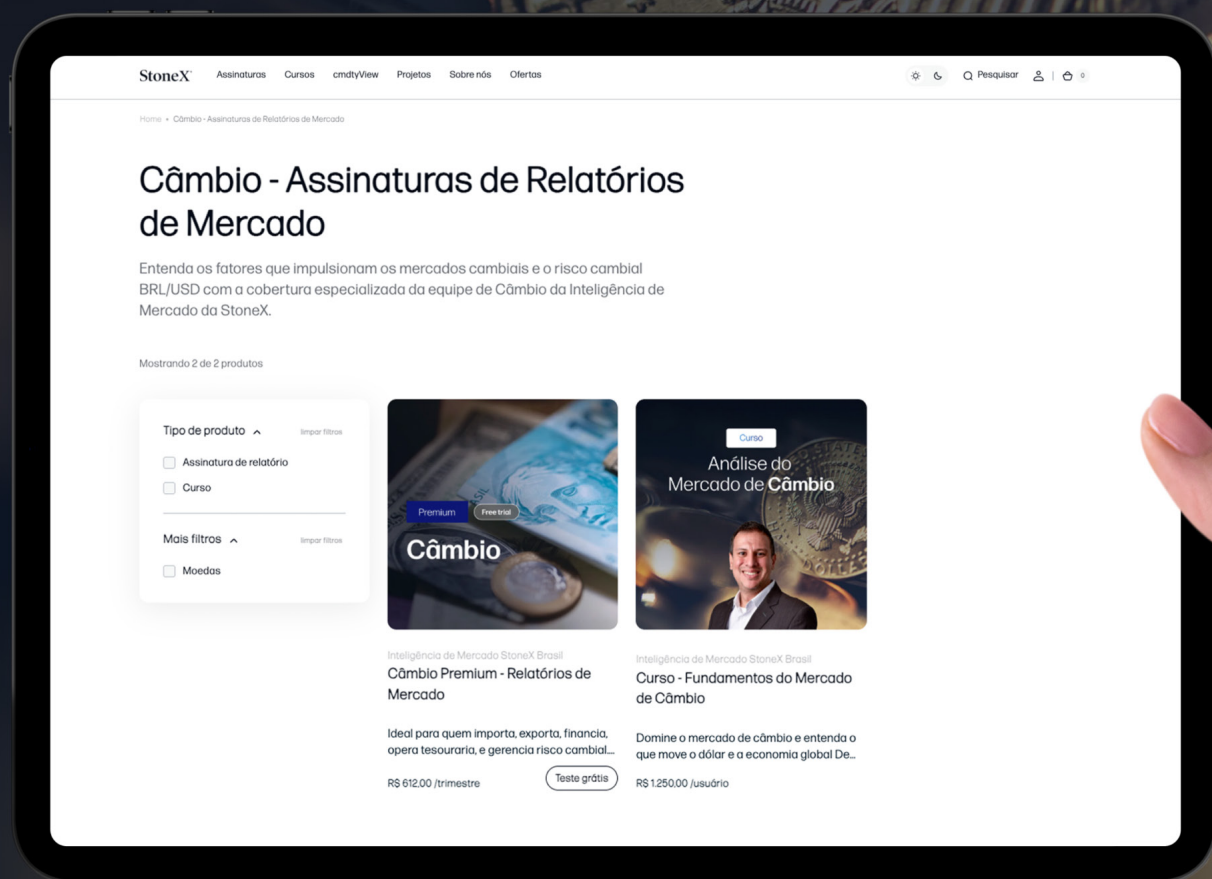
Os preços de WPC e WPI permanecem em níveis historicamente elevados, sustentados por uma demanda aquecida e por uma oferta ainda limitada frente ao crescimento do consumo. Apesar de sinais pontuais de acomodação da demanda, o mercado segue apertado. Para o Brasil, altamente dependente das importações, a trajetória dos preços continuará influenciada pelo mercado internacional e pelo câmbio. A expansão da produção de WPCs também aumenta a demanda por soro como matéria-prima, sustentando o prêmio observado nos preços do soro de leite.

Do lado da demanda, o mercado doméstico apresenta desempenho relativamente positivo em 2026. Mesmo após o forte crescimento da produção observado no ano passado, os derivados conseguiram se manter em patamares favoráveis durante grande parte do ano, sugerindo que o mercado já incorporou o volume adicional. A desaceleração recente da inflação geral pode trazer algum suporte ao consumo, embora o ambiente macroeconômico ainda exija cautela. Dessa forma, a intensidade da queda esperada nos preços dependerá da capacidade da demanda de acompanhar o aumento sazonal da oferta. Com um balanço aparentemente mais ajustado do que em 2025, eventuais desvios na produção tendem a produzir impactos mais relevantes sobre o mercado.

StoneX® Inteligência de Mercado

Relatórios de mercado para quem depende do Câmbio

Teste gratuito por 7 dias



Antecipe os fatores que influenciam o **real**,
o **dólar** e os movimentos do mercado global.



Real Brasileiro



Leonel O. Mattos
leonel.mattos@stonex.com



Diogo Agüena
diogo.agüena@stonex.com

Fatores **Altistas**

- ▲ Expectativa de juros mais altos por mais tempo nos EUA;
- ▲ Possibilidade de novos cortes para a taxa Selic;
- ▲ Possibilidade de reeleição do atual governo federal.

O cenário para o real brasileiro no quarto trimestre de 2026 envolve fatores de risco para ambas as direções. Por um lado, a expectativa de juros mais altos por mais tempo nos EUA, a possibilidade de novos cortes para a taxa Selic e a possibilidade de reeleição do atual governo federal podem prejudicar o desempenho da moeda brasileira. Em contrapartida, o cenário de riscos inflacionários e incertezas elevadas para o Brasil, a possibilidade de eleição de um novo governo e a expectativa de fluxos comerciais superavitários podem contribuir para o fortalecimento do real nos próximos meses.

Dólar comercial (R\$/US\$) e Dollar Index (pontos)



Fonte: StoneX cmdtyView. Elaboração: StoneX.

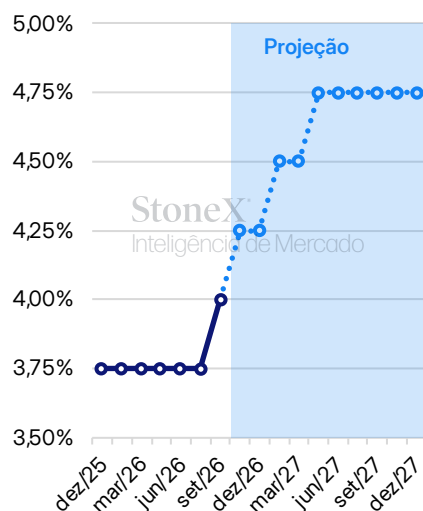
Fatores **Baixistas**

- ▼ Cenário de riscos inflacionários e incertezas elevadas para o Brasil;
- ▼ Possibilidade de eleição de um novo governo;
- ▼ Expectativa de fluxos comerciais superavitários.

A taxa de câmbio é notoriamente complexa e influenciada simultaneamente por múltiplos fatores. Pensando nisso, a StoneX oferece um [curso de Análise do Mercado de Câmbio](#) para ensinar de maneira acessível e prática como funciona esse mercado.

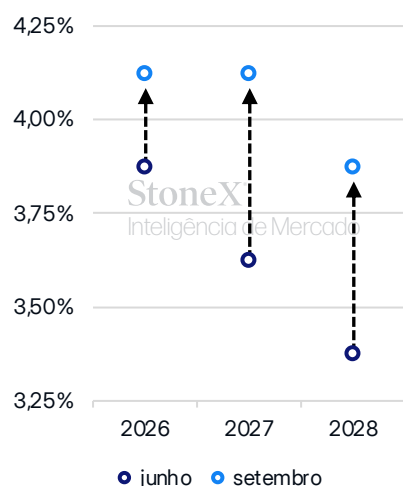
O principal direcionador para o desempenho da moeda brasileira no último trimestre do ano deve ser a eleição presidencial de outubro. Os movimentos recentes dos mercados financeiros evidenciam que investidores preferem uma alternância de governo, interpretando que um novo presidente poderia ser mais conservador em sua política fiscal e contribuiria para dar maior sustentabilidade à dívida pública. Embora a recuperação das intenções de voto em Flávio Bolsonaro no mês de setembro tenha gerado otimismo entre investidores, Luiz Inácio Lula da Silva e Flávio se encontravam em empate técnico em praticamente todas as pesquisas de intenção de voto

EUA | Expectativa para a taxa básica de juros (% a.a.)



Fonte: CME Fedwatch (aposta mais provável em 24/09/26). Elaboração: StoneX.

Mediana das projeções dos membros do FOMC para os juros americanos ao final de cada ano (% a.a.)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: StoneX.

ao final desse mês, sendo praticamente impossível antecipar o vitorioso. Dessa forma, é bastante provável que o resultado eleitoral tenha impacto considerável sobre o real. Uma vitória de Flávio provavelmente diminuiria os receios em torno do cenário fiscal brasileiro, reduzindo a exigência de prêmios de riscos por investidores, favorecendo a atração de capital estrangeiro para o país e valorizando o real. Uma vitória de Lula, por sua vez, provavelmente teria o efeito oposto, enfraquecendo o real.

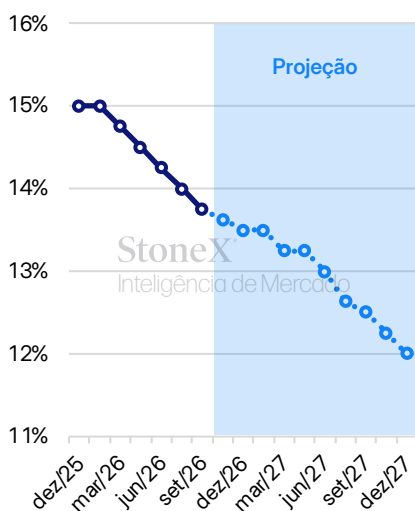
No cenário internacional, a condução da política monetária nos Estados Unidos deve seguir como o principal determinante do comportamento global do dólar. Os indicadores econômicos mais recentes para os Estados Unidos apontam para uma economia ainda resiliente, com expansão robusta do consumo pessoal e do investimento empresarial. O mercado de trabalho permanece estável, com taxa de desemprego situada em níveis historicamente baixos. As contratações e as demissões apresentam valores reduzidos, condizentes com uma força de trabalho que cresce lentamente após a redução brusca dos fluxos migratórios para os EUA.

Porém, o quadro inflacionário permanece desafiador, tanto em função desse maior dinamismo econômico doméstico como das pressões de preços mundiais. As tensões geopolíticas no Oriente Médio permanecem elevadas e prejudicam severamente o transporte marítimo na região do Golfo Pérsico. Como não há perspectivas de uma melhora no curto prazo, o cenário ainda é de restrição de oferta de commodities e bens intermediários importantes, como petróleo, gás natural, fertilizantes e derivados de petróleo, como combustíveis, petroquímicos e plásticos. Adicionalmente, há indícios de uma escassez global de semicondutores, resultado da rápida expansão dos investimentos em infraestrutura relacionada à inteligência artificial.

Esse cenário de mercado de trabalho estável, atividade produtiva mais aquecida e pressões de preços mais disseminadas e persistentes torna o balanço de riscos da economia americana inclinado para os riscos inflacionários e, por consequência, já resultava em apostas de investidores por juros americanos mais altos por mais tempo. Essas apostas se intensificaram com a postura mais firme do banco central americano na busca pela estabilização de preços. Em sua decisão de setembro, o Federal Reserve decidiu por unanimidade aumentar seus juros pela primeira vez desde 2023 e seu presidente, Kevin Warsh, sugeriu que este é o começo de uma sequência de altas de juros. Nas projeções econômicas divulgadas juntos com a decisão, 16 integrantes do Fed enxergavam pelo menos mais um aumento de juros ainda este ano, enquanto a estimativa mediana também apontou para juros mais elevados em 2026, 2027 e 2028 em relação às projeções de junho. A perspectiva de juros mais altos por mais tempo nos EUA no quarto trimestre de 2026 eleva a rentabilidade esperada dos títulos americanos e favorece a atração de capitais para o país, o que tende a fortalecer o dólar globalmente e, por consequência, tende a prejudicar o desempenho do real.

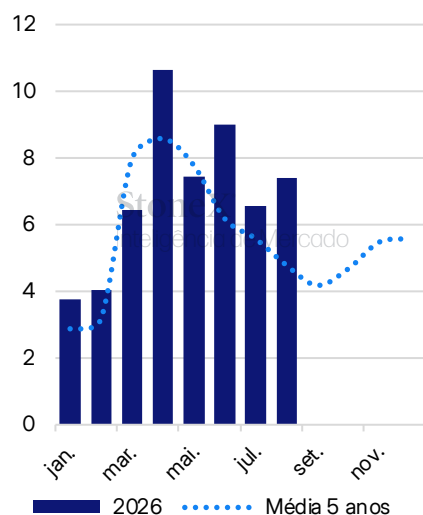
No Brasil, as perspectivas para política monetária são mais incertas. Por um lado, o Comitê de Política Monetária (Copom) já cortou a taxa básica de juros (Selic) em 1,25 p.p. e a estimativa mediana do boletim Focus antecipa uma redução adicional de 1,75 p.p. até o fim de 2027. Essa expectativa de juros mais baixos é resultado da desaceleração da atividade econômica, que evidencia

Brasil | Expectativa para a taxa básica de juros – Selic (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil (mediana Focus – 18/09/26). Elaboração: StoneX.

Saldo mensal da balança comercial brasileira



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex). Elaboração: StoneX.

que a política monetária se encontra em patamar restritivo. Por exemplo, o crescimento da atividade produtiva está desacelerando, em especial nos segmentos mais sensíveis ao ciclo econômico doméstico (indústria da transformação, comércio e serviços), o consumo das famílias recuou em 0,4% do primeiro para o segundo trimestre de 2026 e a demanda por crédito está perdendo ritmo, reduzindo-se nas modalidades de prazos mais longos, mais sensíveis ao custo de crédito. Adicionalmente, as leituras inflacionárias para junho, julho e agosto foram bastante moderadas, trazendo o acumulado em 12 meses para dentro do intervalo de tolerância da meta tanto para o índice cheio como para o seu núcleo (quando se excluem os componentes mais voláteis de alimentação e energia).

A expectativa de cortes adicionais na Selic, combinada à antecipação de novas altas de juros pelo Federal Reserve, diminui a perspectiva para o diferencial de juros brasileiro frente outras economias. Como os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa representam uma parcela importante da entrada de recursos externos no Brasil, a queda desse diferencial dificultaria a entrada de divisas através de investimentos estrangeiros e contribuiria para o enfraquecimento do real.

Contudo, o Banco Central (BC) tem adotado um tom mais neutro e evitado sugerir próximos passos, destacando que o cenário é de incerteza elevada e que o quadro inflacionário permanece desafiador. Dentre os fatores que sugerem cautela estão a perspectiva de custos mais elevados de petróleo e derivados por conta do prolongado impasse geopolítico no Oriente Médio, discutido acima. Adicionalmente, a perspectiva de um El Niño muito forte deve prejudicar a oferta de diversos itens agropecuários e impulsionar os preços de alimentos até meados de 2027. Mais, a irregularidade no regime de chuvas associado ao fenômeno pode levar a um uso mais intenso de termoeletricas em um momento de custos mais elevados de combustíveis, intensificando os impactos inflacionários no período. O BC também observa que as expectativas inflacionárias dos agentes do mercado financeiro estão desancoradas em prazos mais longos, o que afeta a credibilidade da condução da política monetária. Por fim, o mercado de trabalho permanece em nível historicamente aquecido, embora a geração de empregos e o rendimento médio do trabalho tenham estabilizado nos últimos meses. Todos estes fatores aumentam os riscos inflacionários e, caso se materializem, podem resultar em um ritmo mais lento de redução para a taxa Selic. Isto, por sua vez, melhoraria as expectativas para o diferencial de juros brasileiro e poderia favorecer a entrada de recursos externos, fortalecendo o real.

Por fim, as perspectivas de um saldo comercial superavitário podem contribuir para o fortalecimento do real. O Banco Central estima um superávit comercial de US\$ 75 bilhões em 2026, alta de US\$ 15 bilhões em relação ao ano anterior, impulsionado pelo aumento dos volumes e preços exportados do petróleo e seus derivados e pela expansão das exportações agropecuárias. Esse forte resultado comercial deve compensar parte do déficit projetado em transações correntes e contribuir para a valorização da moeda brasileira no último trimestre de 2026.



Peso Argentino



Lúcio Arrocha
lucio.arrocha@stonex.com

Research Analyst
StoneX Argentina Fixed Income

Fatores Altistas

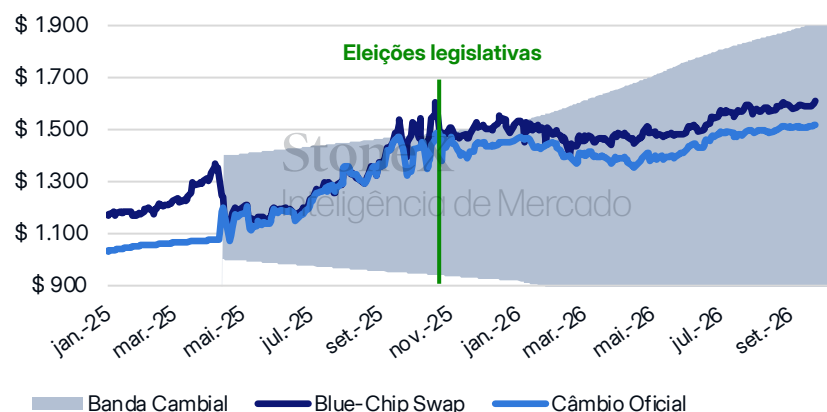
- ▲ Superávit comercial de US\$ 18,2 bilhões no acumulado do ano, o mais forte em termos reais desde 2009;
- ▲ US\$ 14,3 bilhões comprados no acumulado do ano, além de linhas de swap e capacidade em futuros ainda não utilizadas;
- ▲ A flexibilização do crédito em dólares pode mobilizar cerca de US\$ 6 bilhões em oferta de fora do agronegócio.

Fatores Baixistas

- ▼ Spread soberano descolado dos pares, em direção a 525 pontos base, em meio ao aperto dos juros globais;
- ▼ A meta de US\$ 11 bilhões em Bonares parece difícil de cumprir em um mercado local saturado;
- ▼ O poder de fogo das reservas será desviado da defesa cambial para o serviço da dívida.

O peso finalmente rompeu o patamar que as autoridades passaram agosto defendendo. Manter a taxa oficial abaixo de ARS 1.500 exigiu uma combinação visível de instrumentos: os juros de curto prazo em pesos subiram de forma acentuada, com pico próximo a 26,5%, ante uma média de julho mais próxima de 22,6%; títulos atrelados ao dólar foram colocados no mercado secundário; e o BCRA ampliou sua posição vendida em futuros. Uma vez rompido o teto, a taxa se acomodou em ARS 1.514 e os juros em pesos recuaram prontamente para os níveis do início do mês, confirmando que a defesa foi tática, e não estrutural.

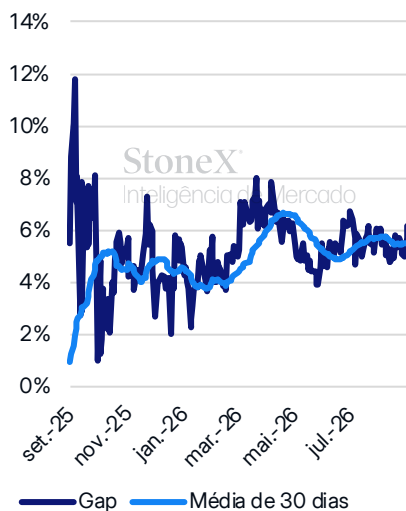
Banda cambial, NDFs e breakevens cambiais do carry-trade



Fonte: StoneX Research Argentina, A3 e Refinitiv.

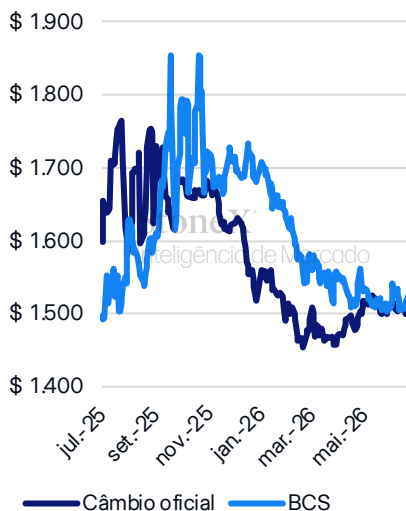
O mercado de câmbio ainda não confirmou uma retomada da pressão de saída de recursos. A diferença entre o câmbio oficial e o MEP se ampliou apenas para 1,2%-1,9%, a partir de mínimas recentes próximas de zero, e o spread entre o MEP e o BCS fechou em 4,1%. Avaliamos que esse spread terá dificuldade para voltar abaixo de 4% e deve seguir lateralizado próximo aos níveis atuais, na ausência de um catalisador em qualquer direção. Mais revelador do que o movimento do câmbio à vista é o que aconteceu com a demanda oficial. As compras diárias do BCRA despencaram para US\$ 8-12 milhões, deixando o acumulado do mês próximo a US\$ 203 milhões – acumulado mensal mais fraco do ano –, ante US\$ 14,3 bilhões comprados no ano, o maior volume já registrado para um período comparável. Interpretamos esse movimento como deliberado. O programa vem perseguindo dois objetivos simultaneamente – ancorar a taxa nominal para preservar a desinflação e recompor o estoque de reservas –, e a baixa sazonal entre agosto e outubro resolveu essa tensão de forma decisiva em

Gap entre a taxa de câmbio oficial e a taxa BCS



Fonte: StoneX Research Argentina e Refinitiv.

Taxas de câmbio a preços constantes



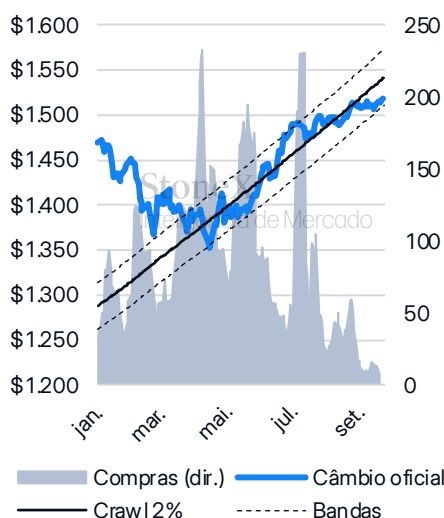
Fonte: StoneX Research Argentina, BYMA e Refinitiv.

favor do primeiro. O contrapeso continua vindo das contas externas. Agosto registrou superávit de US\$ 2,187 bilhões na balança de bens, elevando o acumulado de 2026 para US\$ 18,249 bilhões – a preços constantes, o mais forte desde 2009 –, sustentado por preços de exportação 16,0% superiores na comparação anual e por um complexo energético que já contribuiu com US\$ 7,864 bilhões, ou 43% do saldo anual. Essa composição é relevante. Trata-se de um superávit puxado por preços e energia, e não por volumes, o que o torna duradouro enquanto os termos de troca se mantiverem próximos das máximas, mas o deixa refém do mesmo ciclo de commodities que hoje impulsiona a inflação nas economias desenvolvidas. Um segundo canal de oferta, menos discutido, começou a operar por meio do sistema bancário. Com os depósitos privados em moeda estrangeira próximos a US\$ 41,6 bilhões e o crédito em dólares ao setor privado em US\$ 25,9 bilhões, ainda em alta gradual, a decisão de agosto de permitir que os bancos emprestem dólares a empresas sem receitas em dólar, até o limite de 15% dos depósitos em moeda estrangeira, poderia mobilizar cerca de US\$ 6 bilhões. Na medida em que esses empréstimos forem liquidados no mercado local, eles representarão oferta adicional.

A restrição determinante, no entanto, não está no fluxo, mas no estoque e no calendário. O Orçamento de 2027 quantificou a estratégia de refinanciamento que o programa de julho não havia explicitado: emissão de Bonares de ARS 19,1 trilhões, cerca de US\$ 11 bilhões, ante os US\$ 5 bilhões sinalizados anteriormente. Trata-se de uma meta exigente em qualquer ano, e particularmente em um ano eleitoral, diante de um mercado doméstico que já dá sinais de saturação. A Secretaria de Finanças já acumula três leilões consecutivos sem colocar o Bonar com vencimento em outubro de 2029, e ainda faltam US\$ 774 milhões para atingir a meta de US\$ 6 bilhões deste ano. A alternativa externa ficou mais cara, e não mais barata. Desde agosto, o spread soberano se descolou do de emissores comparáveis, ampliando-se de cerca de 400 pontos base para 550 pb, enquanto os pares comprimiram ou permaneceram estáveis; as pesquisas eleitorais causaram o dano inicial e a atividade econômica fez o restante, com contração de 0,6% do PIB no segundo trimestre. O cenário global agrava esse quadro. Um ano que começou precificando dois cortes de juros pelo Fed provavelmente terminará com duas altas, sendo que o movimento mais recente deixou a porta aberta para mais uma antes do fim do ano, com o BCE e o BoJ inclinados na mesma direção. Os Treasuries de 10 anos chegaram a 5%, o maior nível desde 2007, impulsionados pelos preços de energia, agora vistos como persistentes e não transitórios, pelos déficits fiscais das economias desenvolvidas e pela competição por financiamento de longo prazo gerada pelos investimentos ligados à inteligência artificial. Para a Argentina, isso significa um dólar mais forte, prêmios de risco mais elevados entre os mercados emergentes e uma taxa livre de risco mais alta, justamente quando a concentração de vencimentos de 2027 se aproxima. A resposta oficial é explícita e, em seus próprios termos, coerente: minimizar o custo financeiro e adiar o retorno aos mercados internacionais até que o spread soberano e os juros globais permitam condições substancialmente melhores.

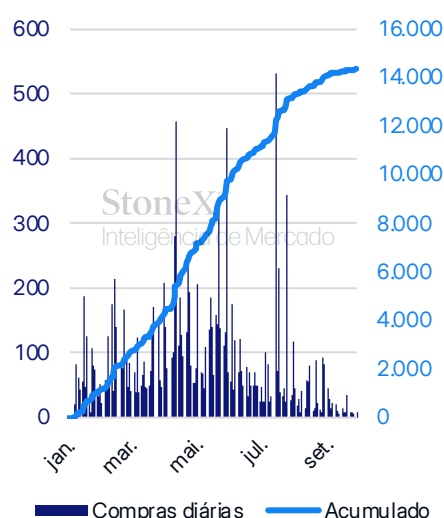
Nossa preocupação é o que isso implica para o estoque de reservas internacionais. A acumulação tem sido a característica mais sólida e positiva de 2026 e proporcionou um alívio considerável ao mercado. Ela superou com folga o que era exigido, e se será suficiente depende mais da premissa

Compras cambiais do BCRA
(USD mi) e taxa oficial em 2026



Fonte: StoneX Research Argentina, BYMA e Refinitiv.

Compras cambiais do BCRA
no mercado à vista (USD mi)



Fonte: StoneX Research Argentina e BCRA.

de financiamento do que do estoque em si. Sem novas emissões, e com amortizações e cupons pagos com recursos em caixa, o soberano fica aquém do que avaliamos que será necessário. Caso esses vencimentos sejam refinanciados ou reestruturados, a margem construída pelo governo o deixa em situação confortável. As reservas líquidas estão próximas de US\$ 11,4 bilhões, complementadas pela linha de US\$ 20 bilhões do Tesouro defendida perante o Congresso, pela linha de US\$ 18 bilhões do PBoC e pela capacidade de cerca de US\$ 15 bilhões em futuros que o governo agora passou a mencionar como teto – linhas que podem ser acionadas tanto para recompor reservas quanto para atender às necessidades cambiais. O problema é de alocação: a munição reservada para a defesa cambial durante o ciclo eleitoral terá de ser parcialmente redirecionada para o pagamento de vencimentos. Projetamos o superávit primário próximo a 1,3% do PIB neste ano, superando por pouco a meta do FMI, em 0,1 p.p. do PIB, e moderando em 2027, embora ainda positivo – uma âncora, mas que não abre espaço adicional no balanço.

Para o quarto trimestre, não esperamos que a depreciação nominal avance de forma significativa à frente dos preços. Nossas estimativas indicam que o IPC mensal deve seguir uma trajetória praticamente linear entre 1,6% e 1,8%, caso as condições atuais se mantenham: sem nova compressão relevante, mas também sem uma mudança de patamar. A composição do índice sustenta essa leitura. O núcleo segue travado em 1,8% e os serviços em 2,0%, ante 1,4% dos bens, de modo que a correção de preços relativos ainda em curso limita a velocidade de queda da tendência, mesmo com a média geométrica de três meses registrando o quinto recuo consecutivo. O repasse do ajuste do fim de agosto parece contido, embora a firmeza das leituras de alta frequência de alimentos ao longo de setembro desaconselhe extrapolar a desaceleração de forma linear. No câmbio, estimamos uma média próxima de ARS 1.530 em setembro e de ARS 1.630 em dezembro. Isso implica um deslizamento nominal apenas ligeiramente acima do ritmo mensal do IPC, mantendo a taxa de câmbio real praticamente onde está, em vez de significativamente mais depreciada. Nosso cenário-base contempla o BCRA encerrando o ano com cerca de US\$ 16 bilhões comprados, reservas líquidas próximas de US\$ 10 bilhões e o spread soberano lateralizado em um corredor de 480-620 pb. Vale destacar a assimetria: dado o beta do crédito argentino, qualquer ampliação do prêmio de risco dos mercados emergentes tenderia a ser amplificada localmente, e não absorvida. Após dezembro, a questão passa a ser de oferta, com um componente eleitoral. A direção da taxa de câmbio real no próximo ano será definida pelo volume de divisas que efetivamente chegar ao mercado e pelo momento em que a dolarização de carteiras começar. Duas variáveis dominam o primeiro ponto: o petróleo, que agora atua nos dois sentidos para um superávit tão dependente de energia, e a soja. Se o padrão de 2026 se repetir e uma parcela relevante da safra for mantida em estoque, o fluxo que chega ao mercado diminui, independentemente da solidez aparente do saldo comercial, e a resposta oficial mais provável seria repetir a estratégia de 2025 – reduzir os impostos de exportação para antecipar a comercialização, o que transforma um problema cambial em um problema fiscal. O consenso já aponta para ARS 2.016 em dezembro de 2027, um movimento de 23,7% que resultaria em depreciação real efetiva, e avaliamos que o balanço de riscos pende nessa direção, e não para a trajetória de câmbio real constante assumida no Orçamento. O cenário é compatível com uma moeda estável ao longo do quarto trimestre e com uma assimetria cada vez mais desfavorável à medida que os calendários eleitoral e de vencimentos convergem.



Clima



Carolina Jaramillo Giraldo
carolina.giraldo@stonex.com

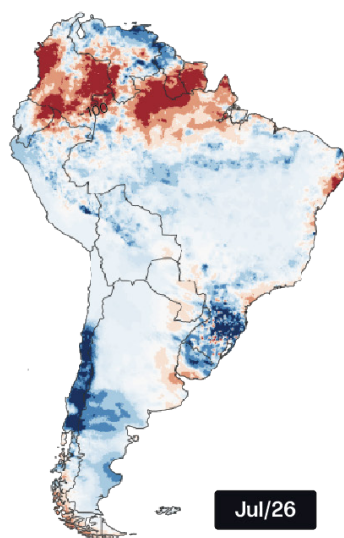
Condições Recentes

- Chuvas regulares no Sul da América do Sul, especialmente na Argentina, no Paraguai e no Uruguai, podem favorecer a soja e o milho. No Centro-Sul do Brasil, a umidade favorece a recuperação das soqueiras de cana-de-açúcar. Esse cenário pode ampliar a oferta e reduzir a pressão de alta sobre os preços.

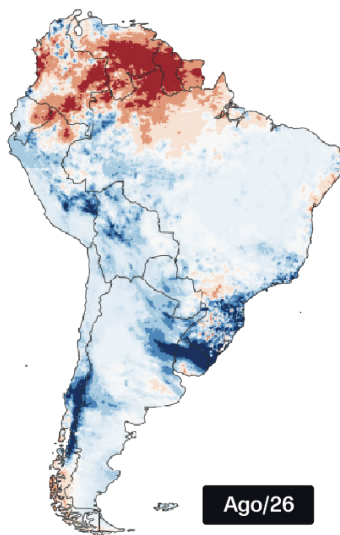
As perspectivas para o quarto trimestre de 2026 apontam para um cenário de contrastes, marcado por um El Niño muito forte, possível fase positiva do Dipolo do Oceano Índico e Atlântico tropical mais quente. Essa combinação pode alterar a distribuição das chuvas e das temperaturas em diferentes regiões produtoras. Para as commodities, o principal risco não está apenas em chover mais ou menos, mas no momento, na intensidade e na duração das condições de chuva e calor, além da fase de desenvolvimento ou colheita de cada cultura.

A Organização Meteorológica Mundial (WMO) confirmou que o El Niño está estabelecido e deve continuar se fortalecendo, com probabilidade próxima de 100% de persistir até fevereiro de 2027. A entidade também alerta para maior risco de calor extremo, secas e chuvas intensas. No entanto, a força do fenômeno não determina sozinha o impacto em cada região. A resposta depende da época do ano, das condições do Atlântico e do Oceano Índico e da forma como a umidade se distribui sobre o continente.

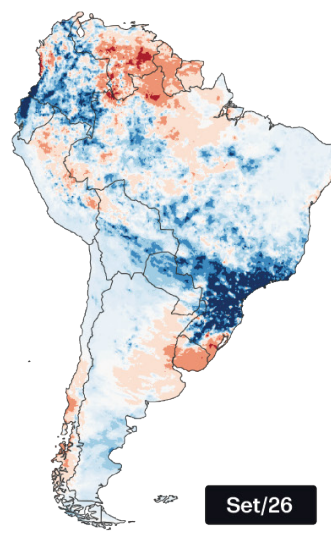
Precipitação acumulada mensal



Jul/26

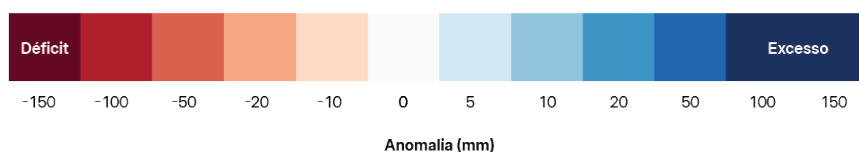


Ago/26

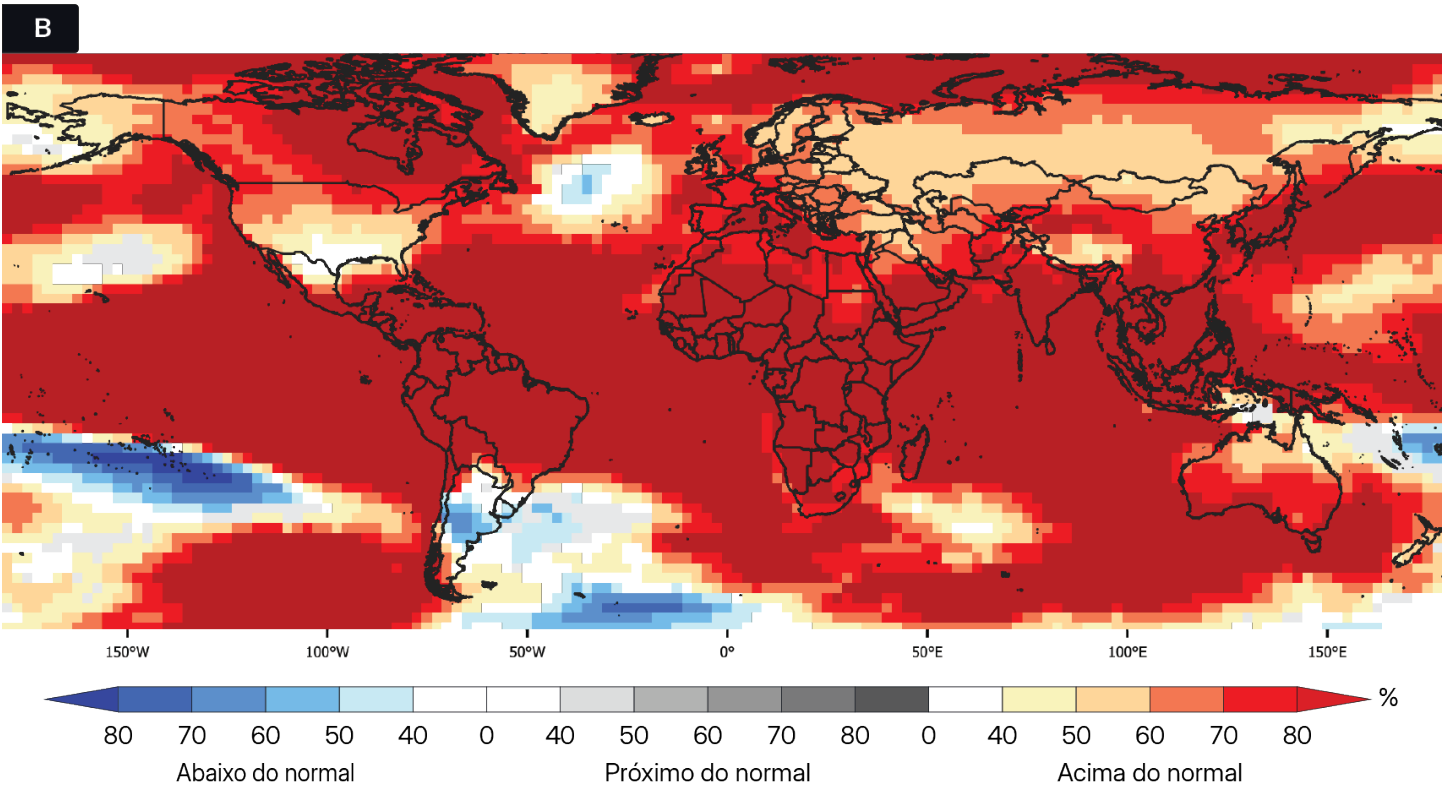
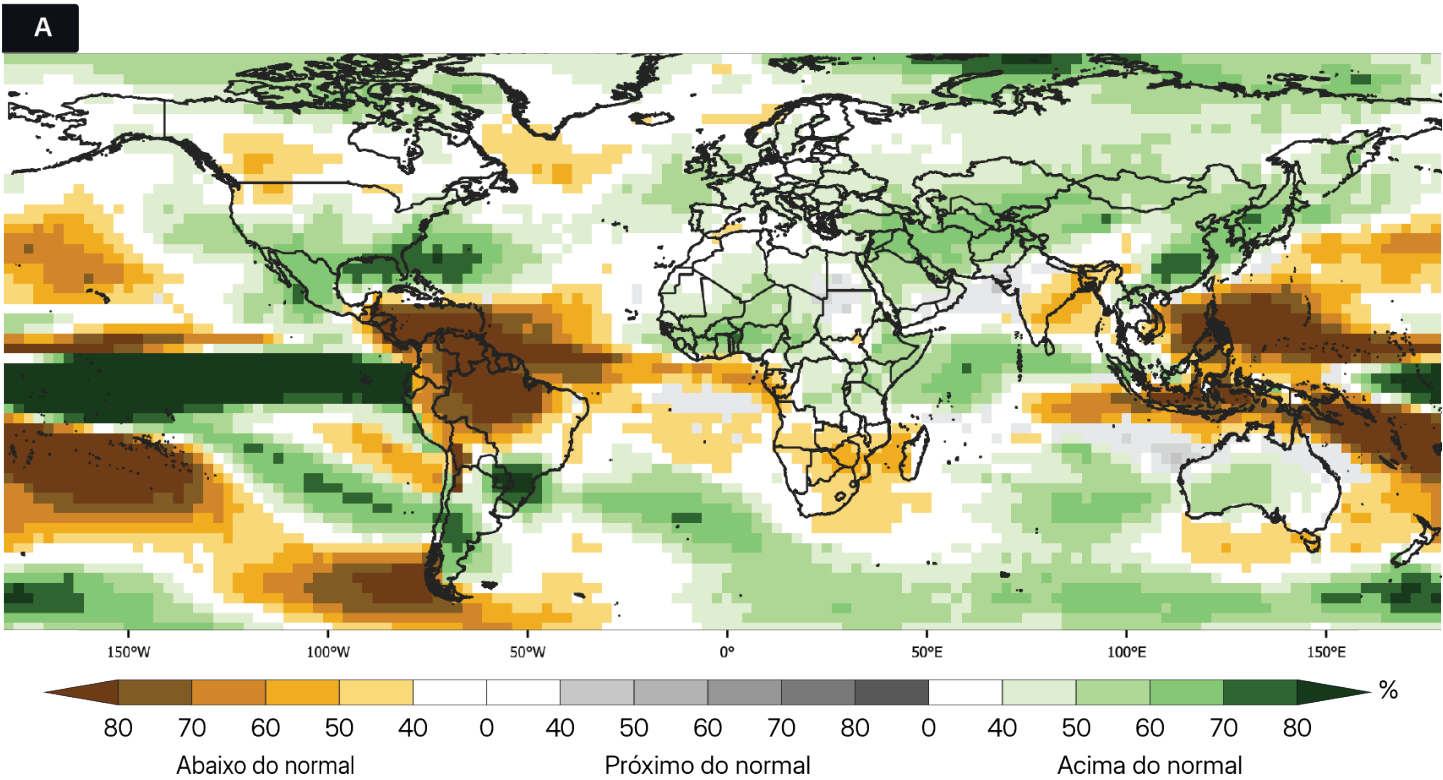


Set/26

Fonte: INPE dados obtidos por meio da técnica MERGE, que combina observações de estações meteorológicas com estimativas de satélite.
Elaboração: StoneX.

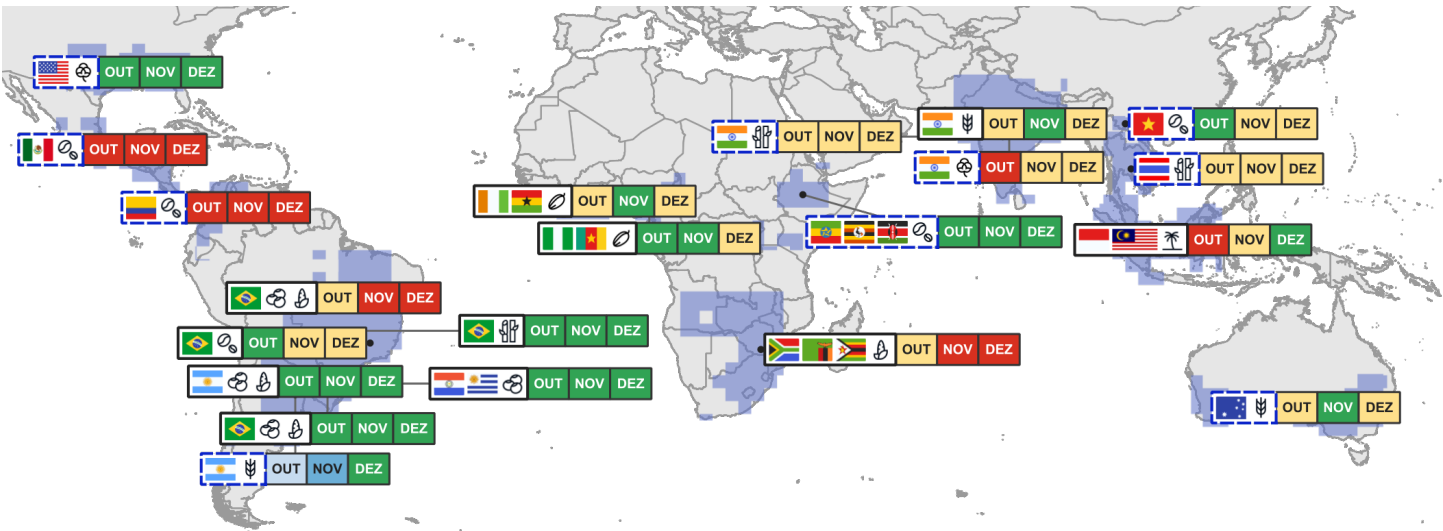


Previsão probabilística multimodelo (ensemble), em porcentagem, para Outubro, Novembro e Dezembro



Centros participantes: CMCC, CPTEC, ECMWF, Exeter, Melbourne, Montreal, Moscou, Offenbach, Seul, Tóquio, Toulouse e Washington. Variáveis: precipitação (A) e temperatura do ar a 2 metros (B). Edição trimestre outubro, novembro e dezembro. Fonte: Organização Meteorológica Mundial (OMM). Elaboração: StoneX.

Tendência de temperatura e chuva nas principais regiões produtoras - outubro, novembro e dezembro



Como ler o mapa

A **bandeira** indica o país

A **cor** de cada caixa mostra a situação prevista para aquele mês, combinando temperatura e chuva

O ícone indica a cultura

▪ A caixa com **contorno tracejado** (---) indica região em colheita (chuva pode atrapalhar)

■ Área plantada das culturas

Condição predominante

Estável ou úmido
temperatura → próximo ou ↑ acima
chuva ↑ acima

Calor e déficit hídrico
temperatura ↑ acima
chuva ↓ abaixo

Déficit hídrico
temperatura → próximo
chuva ↓ abaixo

Frio
temperatura ↓ abaixo
chuva → próximo

Frio com chuva
temperatura ↓ abaixo
chuva ↑ acima

Frio e déficit hídrico
temperatura ↓ abaixo
chuva ↓ abaixo

Calor
temperatura ↑ acima
chuva → próximo

Sem sinal claro
temperatura → próximo
chuva → próximo

Commodities

Café

Algodão

Soja

Milho

Trigo

Cacau

Cana-de-açúcar

Óleo de palma

Acima / abaixo / próximo do normal (faixa mais provável no ensemble WMO, com pelo menos 40% de chance). Fontes: previsão sazonal WMO (ensemble multimodelo) e área plantada MapSPAM 2020. Elaboração: StoneX.

Previsões

- O calor e a restrição hídrica no Cerrado e no Matopiba podem postergar o plantio e reduzir o potencial produtivo da soja e do milho. Para o café, a estiagem ameaça a próxima florada em alguns países produtores, o que pode resultar em menor oferta e preços mais firmes.



A WMO também prevê o desenvolvimento de uma fase positiva do Dipolo do Oceano Índico (IOD), com média próxima de 0,9 °C entre setembro e novembro. O Atlântico tropical, por sua vez, deve permanecer mais quente do que o normal. Esses fatores podem reforçar, reduzir ou modificar os efeitos típicos do El Niño em diferentes regiões.

Na América do Sul, julho e agosto apresentaram, de maneira geral, o padrão esperado durante um El Niño: chuva acima da média no Sul do continente e redução das precipitações mais ao norte. Em comparação com a média de 1998 a 2020, o Rio Grande do Sul recebeu 42% mais chuva em julho e 65% mais em agosto. No Uruguai, os volumes ficaram 28% e 117% acima da média, respectivamente. Na Argentina, o excesso foi de 41% em julho e 70% em agosto. Na direção oposta, a Colômbia registrou 41% menos chuva em julho e 33% menos em agosto.

Em setembro, porém, a maior concentração de chuva mudou de lugar. Nos primeiros 23 dias do mês, São Paulo recebeu 273% mais chuva do que o normal, quase 3,7 vezes a média, enquanto o Paraná registrou 181% a mais, aproximadamente 2,8 vezes o habitual. Ao mesmo tempo, o Uruguai teve 83% menos chuva, com apenas cerca de 17% do volume normalmente esperado. Esse foi o menor acumulado da série de 29 anos para o mesmo período analisado.

Essa mudança entre agosto e setembro tem precedente, mas é rara. Segundo o levantamento utilizado neste relatório, a maior inversão ocorreu em 2026, seguida por 2015. Naquele ano, o Uruguai também passou de um agosto muito chuvoso para um setembro seco, enquanto o Centro-Sul do Brasil fez o movimento inverso. Entre os anos avaliados, apenas 2015 apresentou comportamento semelhante. Os episódios de 2002, 2004 e 2009 foram mais fracos, enquanto 2023 teve evolução diferente. Isso sugere que a força do El Niño pode ter contribuído para a mudança, mas a amostra é pequena demais para definir um padrão típico.

A passagem de frentes frias, o transporte de umidade da Amazônia e as condições do Atlântico provavelmente contribuíram, mas não parecem suficientes para explicar sozinhos o volume observado. A persistência das chuvas sugere que o El Niño também alterou a circulação em escala mais ampla, favorecendo a repetição de sistemas de chuva sobre o Centro-Sul.

Análise das condições para o quarto trimestre

Para o quarto trimestre, foram combinadas as previsões mensais de temperatura e chuva com as respectivas médias históricas. Essa leitura conjunta ajuda a identificar situações potencialmente favoráveis ou de maior risco para cada cultura. A interpretação também considera a fase de desenvolvimento ou de colheita, porque a mesma condição climática pode beneficiar uma lavoura e prejudicar outra.

Quando a chuva fica acima da média e a temperatura permanece próxima ou ligeiramente acima do normal, a condição tende a ser favorável, desde que não haja excesso de umidade. Esse cenário aparece para a cana-de-açúcar no Centro-Sul do Brasil e para a soja e o milho no Sul do Brasil, no Paraguai e no Uruguai. Nesses casos, é necessário acompanhar o risco



de excesso de chuva, que pode dificultar o plantio, o trânsito de máquinas e outras operações no campo.

A combinação de calor e pouca chuva representa uma das situações de maior atenção. No Brasil, esse risco se concentra na soja e no milho do Cerrado e do Matopiba, principalmente em novembro e dezembro.

O mesmo padrão pode afetar o milho na região sul da África em novembro e dezembro e o óleo de palma na Indonésia e na Malásia em outubro. O calor aumenta a necessidade de água e, quando a chuva é insuficiente, pode reduzir a umidade do solo e prejudicar o desenvolvimento das plantas.

Também há regiões com calor predominante, mas sem uma tendência clara de chuva. Esse é o caso do café no Sudeste do Brasil, com atenção para novembro e dezembro; do cacau na Costa do Marfim e em Gana; do café no Vietnã; do trigo na Índia e na Austrália; e da cana-de-açúcar na Índia e na Tailândia. Nessas áreas, o calor pode aumentar o estresse das plantas mesmo quando a previsão não indica um déficit de chuva definido.

Nas regiões em colheita, a interpretação muda. A chuva acima do normal pode atrapalhar a colheita do algodão no Sul dos Estados Unidos e do café na Etiópia, em Uganda e no Quênia. Períodos mais secos podem facilitar as operações no café da América Central, do México, da Colômbia e do Vietnã, além do algodão na Índia. No entanto, como o café é uma cultura perene, uma restrição hídrica prolongada, especialmente combinada com calor, pode reduzir a umidade do solo, comprometer as reservas das plantas e prejudicar a próxima fase produtiva, incluindo a florada, o pegamento e o desenvolvimento dos frutos.

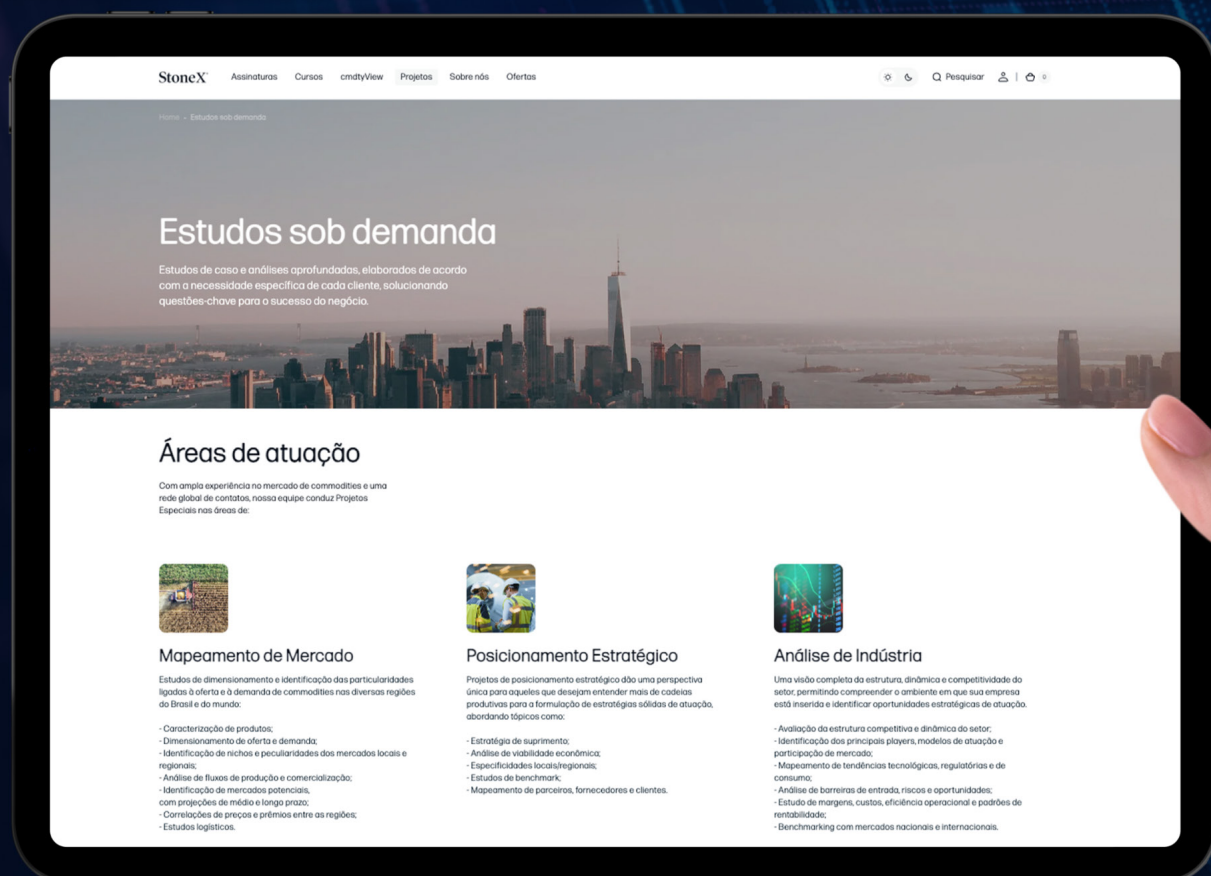
Por fim, há cenários mistos. Na Argentina, o trigo pode enfrentar um outubro mais frio, um novembro frio e chuvoso e dezembro estável ou úmido. Para o cacau da Nigéria e dos Camarões, a previsão indica condições estáveis ou úmidas em outubro e novembro, seguidas por temperaturas mais altas em dezembro. Esses casos exigem acompanhamento mensal, pois o impacto dependerá da combinação entre temperatura, chuva e fase da cultura.

Em síntese, o quarto trimestre não apresenta um único padrão para todas as regiões produtoras. O calor e a pouca chuva podem aumentar os riscos para soja e milho no Cerrado e no Matopiba, para o milho no sul da África e para o óleo de palma no Sudeste Asiático. Ao mesmo tempo, o excesso de chuva pode dificultar o plantio, a colheita e o transporte no Sul do Brasil, na Argentina, no Paraguai e no Uruguai. Para o café, períodos secos podem facilitar a colheita no curto prazo, mas a persistência do calor e da restrição hídrica pode comprometer a próxima fase produtiva. A atuação conjunta do El Niño, do IOD e do Atlântico aumenta a necessidade de acompanhar não apenas as médias trimestrais, mas também a evolução mensal das chuvas, das temperaturas e da umidade do solo.

StoneX® Inteligência de Mercado

Grandes decisões exigem uma **visão completa do mercado.**

[Solicitar um Estudo Customizado](#)

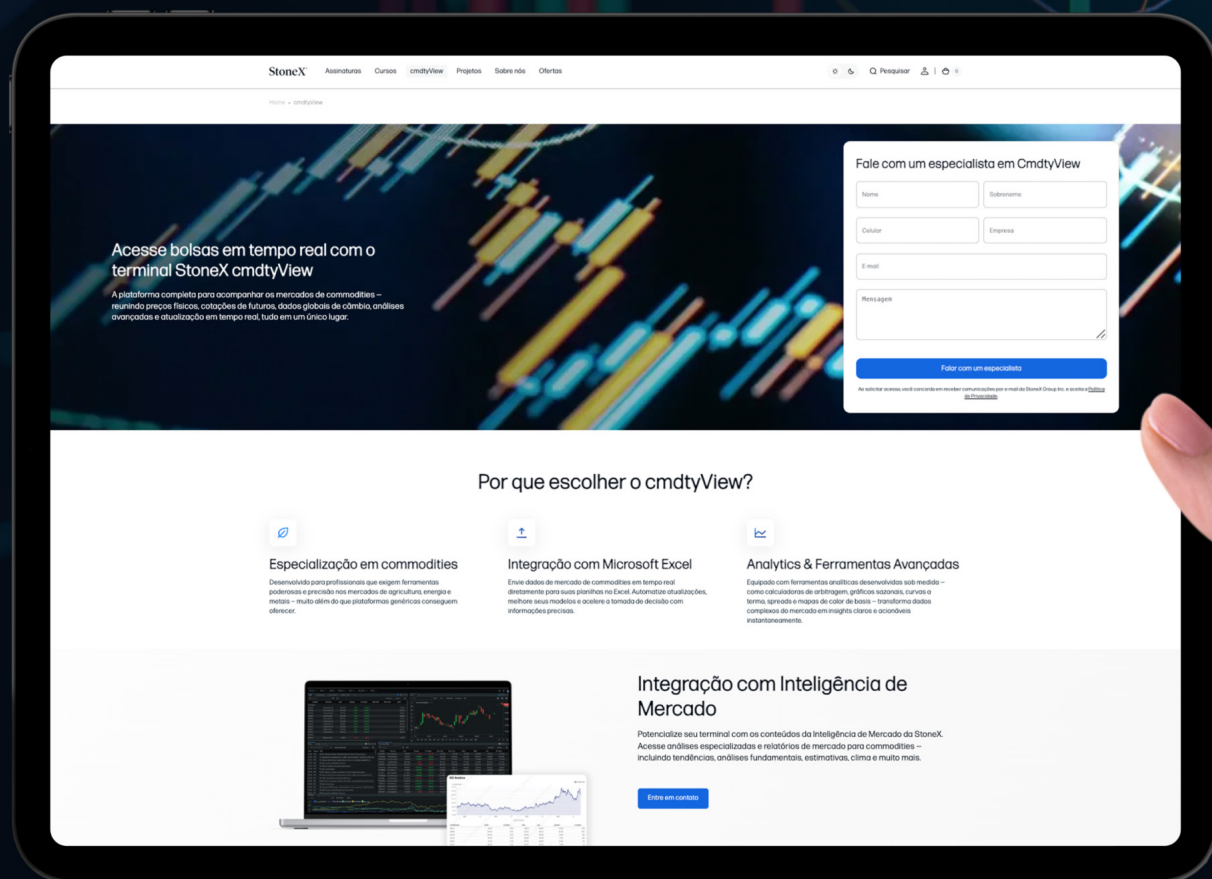


Estudos customizados para empresas que precisam avaliar oportunidades, validar premissas e **embasar decisões estratégicas** com mais segurança.

StoneX® Inteligência de Mercado

cmdtyView: acompanhe o mercado em uma única plataforma.

Comece o seu teste de 10 dias



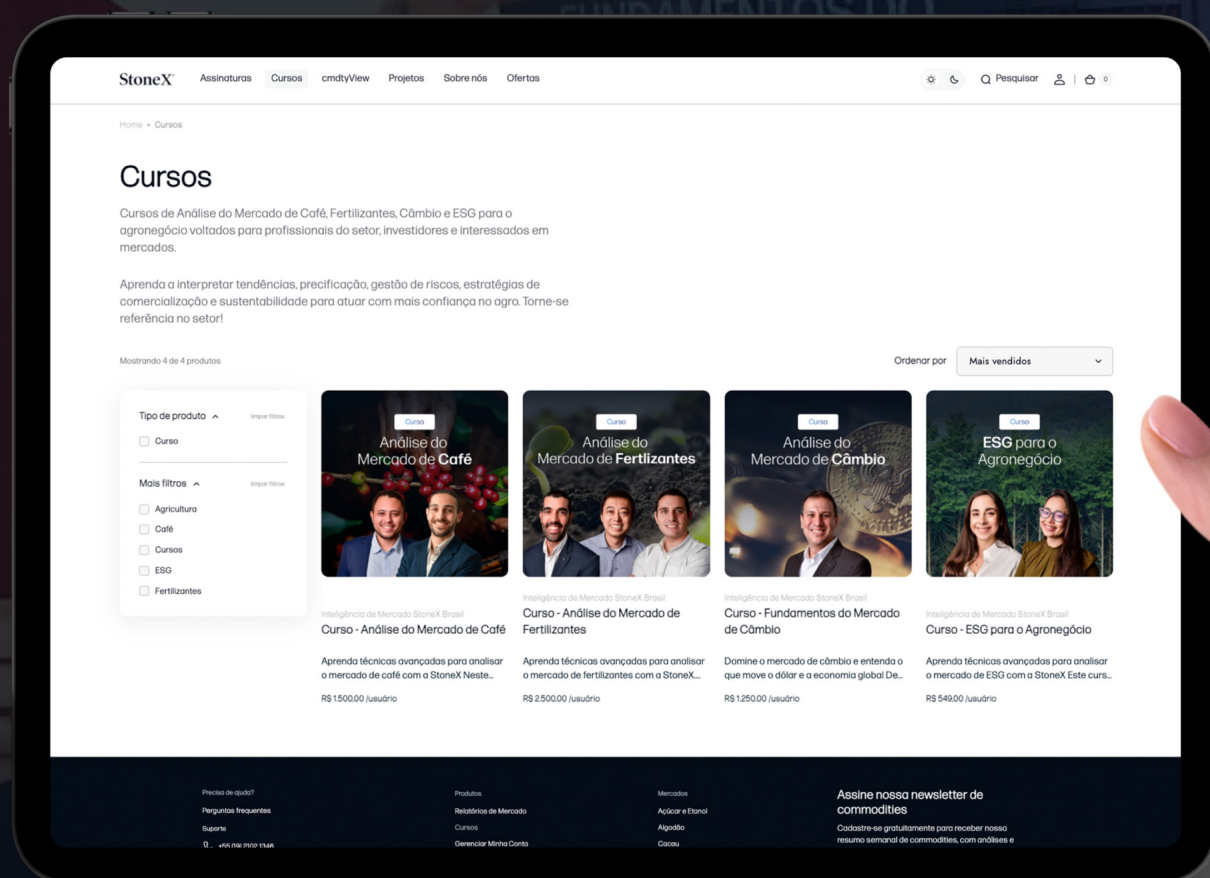
Preços físicos, futuros, câmbio, integração com Excel e posição de fundos reunidos em uma **única plataforma** para apoiar suas decisões de mercado.

StoneX® Inteligência de Mercado

Você acompanha os mercados.

Mas entende o que realmente move os preços?

[Conhecer cursos](#)



Cursos online de **Café, Fertilizantes, Câmbio e ESG** ministrados por especialistas da StoneX.

StoneX® Brasil Inteligência de Mercado

Ana Prado
Especialista
Vendas Digitais - Global

Djone Pereira
Editor de Website
Marketing

Larissa Alvarez
Analista
Grãos & Pecuária (Paraguai)

Lucca Scalvi
Estagiário
Grãos & Algodão

Vinicius Moraes
Analista
Vendas Digitais - Brasil

Bruno Santos
Especialista
Energia

Gabriela Colucci
Estagiária
Fertilizantes & Pecuária

Leonardo Rossetti
Especialista
Café & Cacau

Marcelo Bonifácio
Analista
Açúcar & Etanol

Vitor Andrioli
Gerente
Inteligência de Mercado

Carolina Barboza
Coordenadora
Marketing

Guilherme Bastos
Desenvolvedor
Web

Leonel O. Mattos
Analista
Câmbio & Macroeconomia

Pedro Barbosa
Desenvolvedor
Web

Vitor Pizol
Supervisor
Vendas Digitais - Brasil

Carolina Giraldo
Analista
Café & Clima

Isabela Garcia
Analista
Grãos & Óleos Vegetais

Letícia Corrêa
Analista
Açúcar, Etanol & Energia

Raphael Bulascoschi
Analista
Grãos & Algodão

Vitor Baggi
Estagiário
Açúcar & Etanol

Caroline Carvalho
Analista
Marketing

Janaine Machado
Analista
Tradução e Revisão

Letícia Guimarães
Redatora
Marketing

Renato Rasmussen
Diretor
Inteligência e Marketing

Deborah Carvalho
Analista
Vendas Digitais - Brasil

João Pena
Técnico de Pesquisa
Café

Livia Gurgel
Designer
Marketing

Sérgio Xavier
Editor de Website
Marketing

Diogo Aguenta
Estagiário
Óleos Vegetais & Câmbio

Juliana Torres
Analista
Leite

Lucca Bezzon
Analista
Cacau & Café

Tomás Pernías
Analista
Fertilizantes & Pecuária

StoneX® Brasil Inteligência de Mercado

stonex.com
loja.stonex.com

Fale com nossa equipe!
inteligencia@stonex.com
+55 19 3515 2311
+55 19 2102 1346

Avenida Bailarina Selma Parada,
505, Sala 1401 - Jardim Madalena
CEP 13091-605 - Campinas, SP - Brasil

Rua Joaquim Floriano, 413
14º andar - Itaim Bibi
CEP 045340-011 - São Paulo, SP - Brasil

Aviso legal

STONEX é o nome comercial usado pela STONEX GROUP INC. e todas as suas entidades associadas e subsidiárias. A StoneX Group Inc. oferece serviços financeiros em todo o mundo por meio de suas subsidiárias, incluindo commodities físicas, títulos, derivativos OTC e negociados em bolsa, gestão de risco, pagamentos globais e produtos em moeda estrangeira, de acordo com a legislação aplicável nas jurisdições em que os serviços são prestados. O grupo de empresas StoneX somente negocia com clientes que satisfaçam os critérios de elegibilidade pertinentes à legislação aplicável à cada empresa específica dentro do grupo. A StoneX Consultoria em Futuros e Commodities é autorizada pela CVM como consultoria de valores mobiliários. A StoneX não é responsável por qualquer redistribuição deste material por terceiros, ou quaisquer decisões comerciais tomadas por pessoas a partir deste material. As informações e/ou fatos contidos neste documento foram obtidas de fontes que acreditamos ser de confiança, mas não há garantias quanto à sua exatidão ou integridade. Estes materiais representam as opiniões, os pontos de vista e as projeções do autor, salvo se indicado o contrário, e não necessariamente refletem os pontos de vista e estratégias de negociação empregadas pela StoneX. Todas as previsões de condições de mercado são inerentemente subjetivas e especulativas, e resultados reais e previsões subsequentes podem variar significativamente em relação a essas previsões. Nenhuma garantia é feita de que essas previsões serão alcançadas, sejam expressas ou implícitas. Todos os exemplos são fornecidos apenas para fins ilustrativos, e não significam a possibilidade de conseguir resultados similares àqueles dos exemplos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Negociar swaps e derivativos OTC, derivativos negociados em bolsa e opções e títulos envolve riscos substanciais e não é recomendado para todos os investidores. Resultados financeiros passados não são necessariamente indicativos de desempenho futuro. As informações do presente documento não são uma recomendação para negociação nem pesquisa de investimento ou uma oferta de compra ou venda de quaisquer derivativos ou títulos. Elas não levam em conta os seus objetivos específicos de investimento, sua situação financeira ou suas necessidades, e não criam nenhuma obrigação vinculante, junto a nenhuma das empresas da StoneX Group Inc., de realizar qualquer tipo de transação com você. Nós o orientamos a realizar uma investigação independente de quaisquer transações, para determinar se elas são adequadas para você. Flutuações nas taxas de câmbio podem ter efeitos adversos sobre o valor ou preço de determinados investimentos, ou sobre a renda derivada de tais investimentos. Possíveis informações de rentabilidade podem estar sujeitas a tributação. Alguns produtos, por suas especificidades, não são garantidos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), administrador, gestor ou outros mecanismos de seguro. As informações presentes neste material técnico são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes. Os produtos e serviços aqui mencionados podem não estar disponíveis em todas as jurisdições. Nenhuma parte deste material pode ser copiada, fotocopiada ou duplicada, de maneira nenhuma, por meio nenhum, nem redistribuída sem o consentimento prévio, por escrito, da StoneX Group Inc.

© 2026 StoneX Group Inc. Todos os direitos reservados.

