

# Nota de Mercados

Global Investments | 23 de março 2026

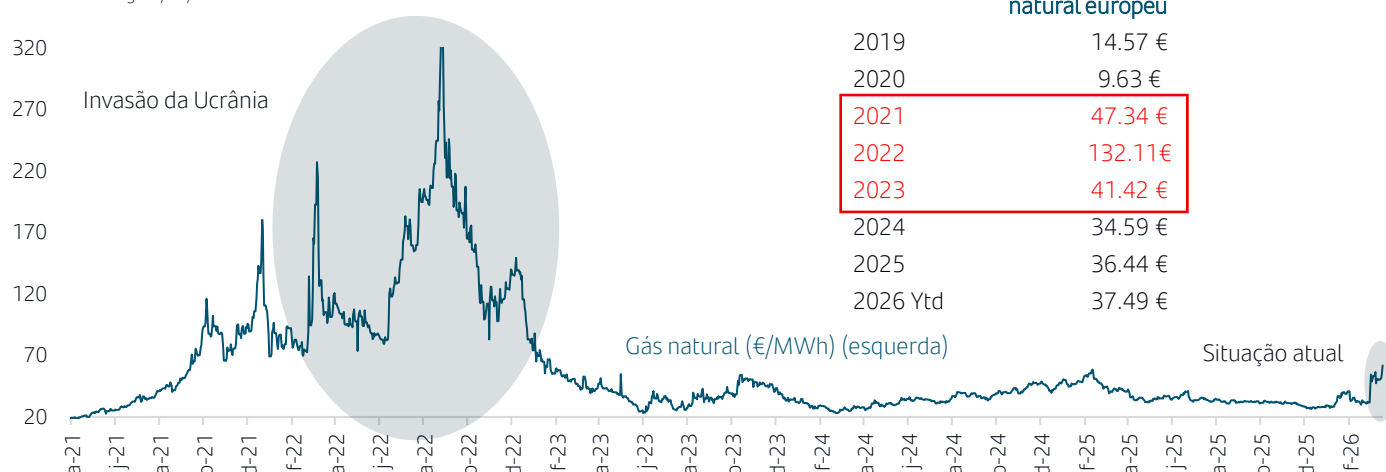
## 1. Gás natural europeu: uma situação muito diferente da vivida após a invasão da Ucrânia

No caso do gás natural, e especialmente no que diz respeito à Europa, o contexto atual difere de forma relevante daquele que resultou da invasão da Ucrânia. Naquela altura, as sanções impostas à Rússia provocaram uma disrupção extrema da oferta, dada a elevada dependência do gás russo (40% das necessidades europeias) e a limitada capacidade de substituição. O que se traduziu em tensões persistentes no preço do gás natural europeu.

Na situação atual, a composição da oferta é substancialmente distinta. A Europa avançou na diversificação das fontes, com um maior peso do gás natural liquefeito (GNL), especialmente proveniente dos EUA. Os fluxos que transitam pelo Estreito de Ormuz representam apenas cerca de 4% do consumo total de gás na Europa.

### Evolução do preço do gás natural na Europa (€/MWh)

Fonte: Bloomberg 20/03/2026

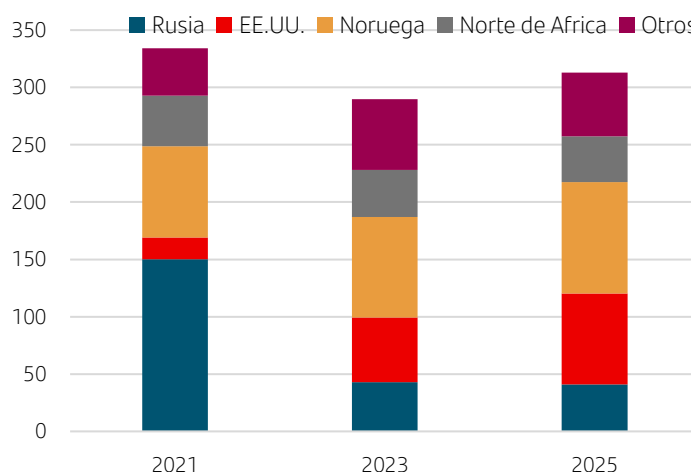


Além disso, as condições de oferta energética são atualmente mais favoráveis. A produção nuclear — especialmente em França —, que em 2022 se encontrava limitada por paragens de manutenção, está agora normalizada. A isto soma-se uma maior contribuição das energias renováveis, apoiada tanto no aumento da capacidade como em melhorias na rede, bem como por condições climatológicas que, em 2022, foram particularmente adversas (menor contributo devido à escassez de vento, sol e precipitação).

Neste contexto, e com a entrada na primavera a reduzir progressivamente a procura energética, consideramos que a subida dos preços do gás reflete um aumento do risco no curto prazo, mas não traduz uma disrupção estrutural da oferta comparável à de 2022.

### Volume de gás importado pela UE em milhares de milhões de metros cúbicos: origem

Fonte: Cálculos da Comissão Europeia baseados no LSEG (Refinitiv) e ENTSO-G. 26 de março



Aviso legal:

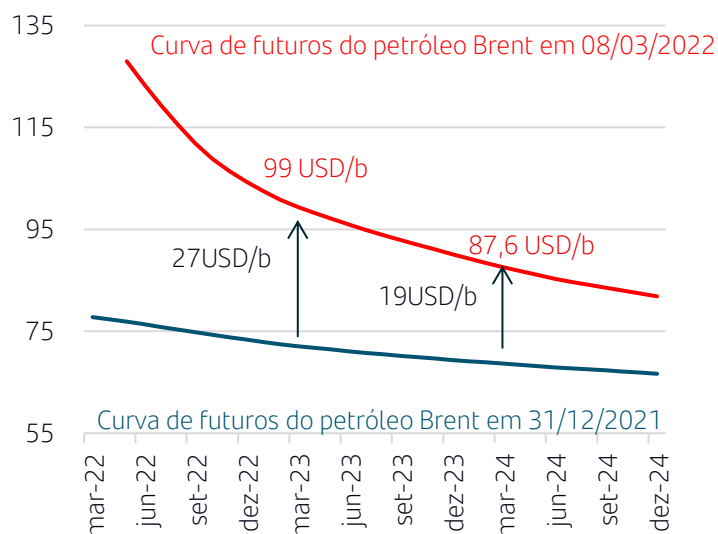
Santander Asset Management, S.A. adverte que o presente documento contém declarações relativas a previsões e estimativas. Essas previsões e estimativas estão incluídas em várias secções deste documento e abrangem, entre outros, comentários sobre a evolução futura dos negócios e os rendimentos futuros. Embora estas previsões e estimativas representem as nossas opiniões sobre as expectativas futuras de negócios, determinados riscos, incertezas e outros fatores relevantes podem fazer com que os resultados sejam significativamente diferentes do esperado. Este documento não constitui uma recomendação de investimento, aconselhamento, oferta ou solicitação.

## 2. Mercado do petróleo Brent: a sua leitura não aponta para um choque estrutural prolongado

A curva de futuros do crude reflete o preço a que hoje se negociam contratos para a entrega de petróleo em diferentes datas futuras (um mês, um ano, dois anos, etc.). Não se trata de uma previsão oficial do preço, mas sim de uma referência de mercado que sintetiza as expectativas atuais de oferta e procura, os prêmios de risco e as condições financeiras. Assim, a sua evolução permite analisar de que forma os investidores estão a ajustar as suas expectativas perante um choque geopolítico ou de oferta.

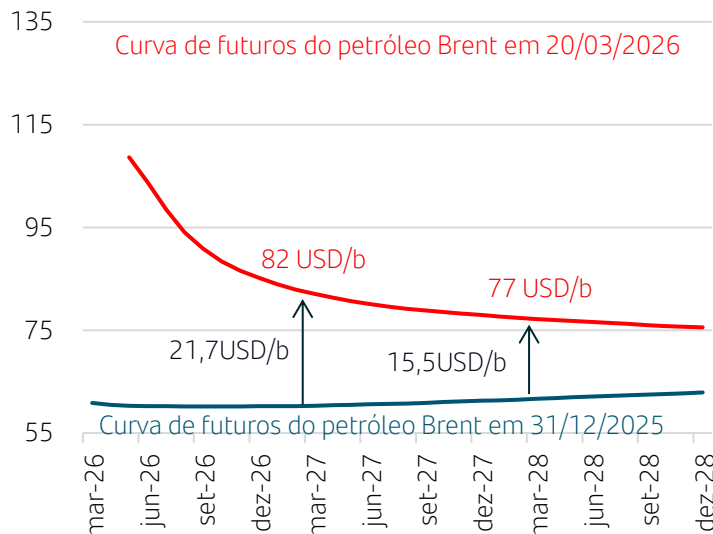
### Invasão da Ucrânia: Movimento das curvas de futuros do petróleo Brent (USD/barril)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 20/03/2026



### Conflito no Médio Oriente: Movimento das curvas de futuros do petróleo Brent (USD/barril)

Fonte: Bloomberg e cálculos SAM 20/03/2026



Durante o episódio da invasão da Ucrânia, o deslocamento da curva foi particularmente acentuado. Se compararmos a curva de 31 de dezembro de 2021 — data em que não se contemplava um conflito de invasão — com a de 8 de março de 2022, quando já tinham sido anunciadas sanções ao comércio energético da Rússia, o contrato a um ano aumentou 27 dólares por barril e o contrato a dois anos 19 dólares por barril. Ou seja, o ajustamento não se limitou ao curto prazo, tendo-se estendido com intensidade aos vencimentos de médio prazo, refletindo uma revisão significativa das condições esperadas de oferta. Além disso, a magnitude do aumento ocorreu sobre preços do crude já elevados, uma vez que o mercado estava a atravessar o ajustamento provocado pelos confinamentos da covid-19.

No episódio atual, e num contexto em que o Estreito de Ormuz continua de facto encerrado e se registaram danos em algumas infraestruturas energéticas, os preços da curva de futuros têm vindo a subir de forma progressiva. Tomando como referência a curva de 31 de dezembro de 2025 — data em que não era antecipado um conflito da natureza do que está a ocorrer — e comparando-a com a de 19 de março de 2026, o contrato a um ano aumentou 21,7 dólares por barril e o contrato a dois anos 15,5 dólares por barril.

A comparação mostra que, embora o deslocamento da curva seja relevante e se tenha ampliado à medida que o conflito se prolongou, o movimento da curva de futuros nos prazos de um e dois anos continua a ser inferior ao observado após a invasão da Ucrânia. Este comportamento indica que o mercado incorporou um aumento do risco no curto prazo, mas sem refletir, para já, uma alteração estrutural da oferta com a mesma intensidade da que foi descontada após a invasão da Ucrânia. Em todo o caso, a curva de futuros é dinâmica e pode ajustar-se em função da evolução geopolítica e das decisões de produção.

## 3. O que disseram os bancos centrais?

Nas reuniões realizadas na semana passada, tanto a Reserva Federal (Fed) como o Banco Central Europeu (BCE) mantiveram inalteradas as taxas de juro.

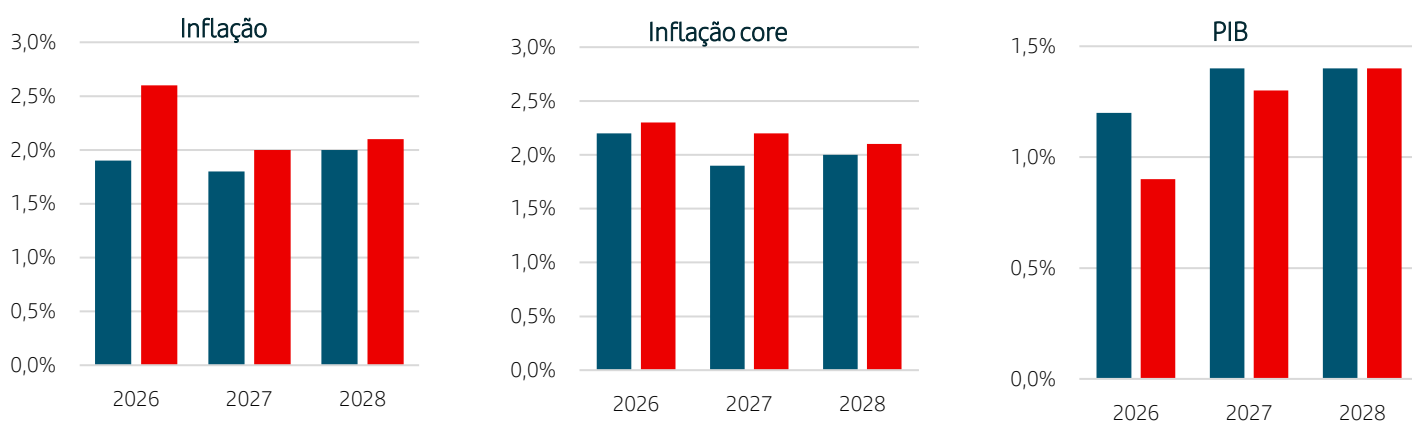
No caso da Fed, foi ainda reiterada a previsão de um corte ao longo deste ano, embora o tom das declarações do presidente Powell tenha sido cauteloso, reconhecendo que haverá impacto decorrente do aumento dos custos energéticos e uma menor visibilidade na trajetória de desinflação.

Por seu lado, o BCE reviu as suas previsões após o início do conflito. No novo cenário base, reduziu o crescimento esperado para 2026 de 1,2% para 0,9% (1,3% em 2027), refletindo o impacto de um contexto de maior incerteza. Em termos de preços, as novas projeções incorporam o aumento dos custos energéticos, elevando a previsão de inflação global para 2026 de 1,9% para 2,6%. Ainda assim, este ajustamento é mais limitado na inflação core — a referência-chave para a política monetária —, que passa de 2,2% para 2,3% em 2026 e de 1,9% para 2,2% em 2027.

No conjunto, o cenário base do BCE aponta para uma interrupção da trajetória de desinflação no curto prazo, mas sem um afastamento significativo do objetivo de inflação de 2% no médio prazo, nem evidência, para já, de efeitos de segunda ordem relevantes. A mensagem mantém um viés prudente e dependente dos dados que venham a ser divulgados.

## BCE: Previsões de inflação e crescimento. Cenário Base

■ Previsões para dezembro de 2025 ■ Previsão para 26 de março. Cenário Base



## Conclusões

- A persistência do encerramento de facto do Estreito de Ormuz e os danos em infraestruturas energéticas têm continuado a impulsionar em alta o preço do petróleo e estão também a impactar o gás natural, gerando pressão inflacionista no curto prazo.
- Nas reuniões da semana passada, os bancos centrais adotaram um tom preventivo. A Fed dos EUA manteve a sua previsão de uma descida das taxas de juro ao longo deste ano, mas condicionada à trajetória da inflação. O BCE salientou que acompanha de perto os riscos inflacionistas de curto prazo decorrentes da subida dos preços da energia, sendo a duração e a intensidade do conflito determinantes para o impacto no médio prazo.
- A análise das curvas de futuros sobre o preço do petróleo Brent continua sem refletir um choque estrutural de oferta. No mercado do gás natural, a composição da oferta e as condições climatológicas diferem significativamente das verificadas após a invasão da Ucrânia. Por isso, é importante enquadrar a subida dos preços da energia: interpretamo-la como um efeito de primeira ordem, e não como o início de um processo inflacionista mais persistente.
- Na sessão de sexta-feira, a subida do preço do crude acima dos 110 dólares por barril e as declarações do presidente do Bundesbank, indicando que o BCE poderá considerar uma subida das taxas de juro na reunião de abril, provocaram elevada volatilidade nas obrigações e movimentos acentuados nas yields das obrigações soberanas: o mercado passou a incorporar uma taxa de depósito que poderá atingir 2,75% e colocou a yield da obrigação alemã a 10 anos em 3,04%, acima dos 2,97% registados em outubro de 2023, quando a taxa de depósito se situava em 4%.
- No mercado de crédito (obrigações emitidas por empresas) *investment grade*, continuou a destacar-se o bom comportamento, uma vez que o spread face às obrigações soberanas se manteve estável na sexta-feira e aumentou apenas +7 pb no mês de março. Nos mercados acionistas, que tinham iniciado a sessão em alta, as vendas acabaram por prevalecer, com o Euro Stoxx 50 a recuar -2% e o S&P 500 -1,5%.
- Neste contexto, já adotámos uma abordagem mais prudente no curto prazo, reduzindo a exposição ao risco e aumentando a flexibilidade das carteiras. O objetivo é gerir esta fase de volatilidade e manter a capacidade de reposicionamento à medida que as condições forem estabilizando.

- Ou seja, não se trata de uma alteração da visão estrutural, mas sim de um ajustamento tático orientado para proteger as carteiras, enquanto se aguarda uma normalização e, potencialmente, pontos de entrada mais atrativos.
- Estamos num contexto de maior complexidade, que gerimos apoiando-nos num processo de investimento sólido e bem definido, aplicando a diversificação e a gestão ativa com o objetivo de mitigar estes riscos, utilizando de forma ativa estratégias de cobertura e opções sobre ativos financeiros.
- No contexto da incerteza em torno do conflito, não podemos excluir a continuidade de episódios de volatilidade nos mercados, com movimentos nos preços dos ativos que os coloquem temporariamente acima das suas médias recentes e dissociados dos seus fundamentais de médio prazo. O consenso mantém estimativas positivas de crescimento dos lucros empresariais e, nos mercados de obrigações, já se encontra incorporado o tom preventivo que os bancos centrais poderão adotar, não estando, contudo, a ser descontadas subidas de taxas de juro agressivas e prolongadas no tempo. No que respeita ao crescimento económico, a atualização efetuada esta semana pelos próprios bancos centrais continua a refletir claramente crescimento do PIB em 2026 e 2027, previsão com a qual concordamos.
- Neste tipo de cenários, o horizonte temporal dos investimentos assume ainda maior relevância, num contexto em que o ruído de curto prazo pode influenciar a tomada de decisões.

Fonte: SAM, Bloomberg, Reuters, AIE, CE, BCE 20/03/2026

#### Aviso Legal:

O presente documento foi preparado pela Santander Asset Management, S.A. (doravante denominado "SAM"). Contém prognósticos económicos e informações recolhidas de diversas fontes. As informações contidas neste documento podem ter sido recolhidas de terceiros. Todas as fontes são consideradas confiáveis. No entanto, a sua exatidão, integridade ou atualização não pode ser garantida, nem de forma expressa nem implícita, e está sujeita a mudanças sem aviso prévio. As opiniões incluídas neste documento não devem ser consideradas irrefutáveis e podem diferir, ou ser de alguma forma inconsistentes ou contraditórias com outras opiniões expressas, seja de forma oral ou escrita, ou com as recomendações ou decisões de investimento adotadas por outras unidades do Santander. Este documento não foi elaborado e não deve ser considerado em função de nenhum objetivo de investimento. Foi elaborado com fins exclusivamente informativos. Este documento não é uma recomendação, oferta ou solicitação de compra ou venda de ativos, serviços, contratos bancários ou de outro tipo, ou de quaisquer outros produtos de investimento (conjuntamente denominados "Ativos Financeiros"), e não deve ser considerado como base para avaliar, ou valorar, quaisquer Ativos Financeiros. Além disso, a simples disponibilização deste documento a um cliente ou a um terceiro não implica prestação de um serviço de consultoria em matéria de investimento. Os clientes do Santander estão enquadrados num modelo de Consultoria Pontual ou de Consultoria Global, atribuindo-lhe esta última modalidade, um Perfil de Investimento próprio, pelo que, quaisquer investimentos fora desse Perfil são da sua exclusiva iniciativa e responsabilidade. O Santander e a SAM não garante as opiniões ou os prognósticos contidos neste documento, sobre os mercados ou Ativos Financeiros, incluindo sobre o seu rendimento atual e futuro. Qualquer referência a resultados passados ou presentes não deverá ser interpretada como uma indicação dos resultados futuros dos mencionados mercados ou Ativos Financeiros. Os Ativos Financeiros descritos neste documento podem não ser aptos para distribuição ou venda em determinadas jurisdições ou para algumas categorias ou tipos de investidores.

Exceto nos casos em que seja indicado de forma expressa nos documentos oficiais de um determinado Ativo Financeiro, estes: i) não estão e não estarão seguros nem garantidos por nenhuma entidade governamental; ii) não representam uma obrigação do Santander, nem estão garantidos por esta entidade e; iii) podem estar sujeitos a riscos de investimento por perdas de rendimento ou de capital. Entre os riscos de investimento, cabe mencionar, a título enunciativo e não limitativo, riscos de mercado e de taxas de câmbio, riscos de crédito, riscos de emissor e contrapartida, risco de liquidez. Recomendamos que os investidores consultem seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais, bem como qualquer outro meio que considerem necessário a fim de determinar se os Ativos Financeiros são apropriados com base nas suas circunstâncias pessoais e situação financeira. O Santander e os seus respetivos assessores, representantes, advogados, funcionários ou agentes não assumem nenhum tipo de responsabilidade por qualquer perda ou dano relacionado ou que venha a surgir devido ao uso de todo ou de parte desta Apresentação Comercial. Qualquer referência a tributação não pode ser considerada como aconselhamento, nem o Santander assume qualquer responsabilidade pela mesma, cabendo ao investidor verificar por sua iniciativa, em cada momento, qual o regime fiscal a que está sujeito. Em qualquer momento, o Santander, por si ou através dos seus colaboradores, pode ter posições convergentes ou contrárias com o estabelecido neste documento para comprar ou vender Ativos Financeiros na qualidade de entidade principal ou de agente. Também poderá prestar serviços de assessoria ou de outro tipo ao emissor de um Ativo Financeiro ou a uma sociedade vinculada ao respetivo emissor. Este documento não pode ser reproduzido inteiro ou parcialmente, distribuído, publicado ou entregue, sob nenhuma circunstância, a nenhuma pessoa. Tão pouco se deve conter informações ou opiniões sobre este documento sem a autorização prévia por escrito, caso a caso, pelo Santander.