



GOLDEN SGF

Março foi dominado pela escalada militar no Médio Oriente, o que redefiniu o enquadramento de risco. A narrativa de um conflito curto e controlado, que a administração Trump lançou com aparente convicção no final de fevereiro, foi sendo desmontada semana após semana pela realidade do Estreito de Ormuz. Os ataques às infraestruturas energéticas iranianas e do Golfo e o bloqueio do Estreito, provocaram um choque energético que acabou por ser penalizador para a maior parte dos ativos financeiros. Num ambiente de incerteza, voltaram a observar-se episódios de volatilidade, à medida que os investidores procuravam antecipar a duração e a extensão dos impactos do conflito na economia global.

O Estreito de Ormuz não é apenas um gargalo geográfico, foi o campo de batalha económico desta guerra. Por ali passam cerca de 20% do petróleo mundial e, enquanto a ameaça de *drones* e a capacidade de minar o Estreito se mantiver credível, o prémio de risco mantém-se ativo. Sendo que o impacto vai para além do petróleo. Cerca de um terço dos fertilizantes mundiais esteve retido em março, tal como o gás natural, fosfatos, alumínio - cadeias de valor que raramente aparecem nas manchetes, mas que chegam rapidamente ao custo de vida das famílias.

No plano geográfico, os EUA mostraram maior resiliência relativa face à Europa, saindo a última mais penalizada devido à sua maior exposição ao choque energético. No entanto, os receios macroeconómicos foram globais e ganharam tração ao longo do mês. A OCDE reviu em alta a projeção de inflação e o sentimento do consumidor recuou, com as leituras pós-início da guerra a anularem a melhoria registada em janeiro e fevereiro.

A gestão política da guerra, foi, ela própria, uma fonte de volatilidade. Ultimatos que não se cumpriram, ataques adiados, negociações que foram negadas. Cada vez que o mercado tentou ler um sinal construtivo, a realidade corrigiu essa leitura. A participação ativa da administração norte-americana nas redes sociais não trouxe clareza - trouxe ruído. Uma guerra indexada aos mercados.

Já quanto à política monetária, o enquadramento inverteu-se. No início de março, o mercado descontava cortes de taxas na Europa (União Europeia, Reino Unido) e nos Estados Unidos. No final do mês, a probabilidade de uma subida de taxas pela FED, até março de 2027, ultrapassava os 50% - o mesmo limiar que o BCE já tinha cruzado para este ano, de 2026. É um volte-face que poucos antecipavam. As declarações contraditórias dos governadores do BCE ao longo do mês não ajudaram. Cada um disse algo diferente, nenhum disse o suficiente - e quando um banco central não consegue falar a uma voz, o mercado interpreta "à sua maneira".

Os dados macroeconómicos de março contaram uma história com duas velocidades. Na Europa, a inflação da Zona Euro subiu de 1.9% para 2.5%, puxada pela energia que disparou quase 5% - um movimento direto e previsível do choque no Golfo. Nos Estados Unidos, o relatório de emprego de março surpreendeu pela positiva, com 178 mil postos criados e o desemprego a descer para 4.3%. No entanto, os dados privados (ADP) não foram tão favoráveis. O quadro agregado é de um mercado de trabalho que aguenta, mas com fissuras visíveis.

Em paralelo à guerra, nos mercados de crédito privado voltaram a surgir sinais de stress. A exposição a empresas de *software*, vulneráveis à disrupção da Inteligência Artificial e a vaga de pedidos de resgates por parte dos investidores, atuaram em simultâneo como forma de pressão sobre as cotadas desta indústria. A guerra não criou o problema, mas parece estar a expor alguns.

Março foi negativo para o mercado obrigacionista. O receio de pressões inflacionistas mais persistentes promoveu um movimento de *bear flattening* nas principais curvas de rendimentos soberanas - com subidas mais acentuadas nas taxas de curto prazo face às verificadas nas maturidades mais longas. A desconfiança em torno de alguns organismos que operam nos segmentos de mercados privados de crédito, contribuiu para um alargamento dos prémios de risco corporativos, tanto no segmento *investment grade* como no *high yield*, interrompendo a tendência de compressão de spreads observada nos meses anteriores.

O impacto nos mercados acionistas foi significativo e transversal. O S&P 500 aproximou-se de território de correção, face ao máximo de janeiro, e o STOXX 600, que começou por ter uma reação mais abrupta à guerra e acabou por recuperar parcialmente, registou uma das piores performances mensais desde 2022. A dispersão setorial foi relevante: o setor da Energia esteve em destaque pelos retornos positivos, beneficiando do prémio de risco incorporado nos preços do petróleo e do gás natural. Já o setor Tecnológico foi o mais penalizado, pressionado tanto pela rotação defensiva, como por receios renovados sobre o impacto da Inteligência Artificial (IA) em modelos de negócio cuja cadeia de valor poderá ser redefinida.

O segmento das matérias-primas foi a notável exceção, subindo acentuadamente, fruto da valorização dos preços do petróleo e derivados, mas também de alguns produtos agrícolas - por receios de escassez de fertilizantes. O ouro perdeu cerca de 10%, pressionado pela queda generalizada dos restantes ativos e pela expectativa de subida de taxas de juro.

No mercado cambial, o dólar valorizou em março devido ao aumento da aversão ao risco. A moeda norte-americana foi apoiada pelos fluxos de capitais em busca de refúgio. O EUR/USD atingiu mínimos de agosto de 2025, tendo lateralizado, no resto do mês em torno dos \$1.15. Destaque também para o iene: o USD/JPY chegou a cotar acima de ¥160, o que obrigou as autoridades japonesas a ameaçar com uma intervenção cambial. Março foi um mês difícil para os mercados - um dos mais difíceis desde 2022. As obrigações falharam no papel de refúgio, com *yields* em subida ao mesmo tempo que as ações caíam. Ainda assim, os mercados comportaram-se de forma surpreendentemente ordeira.

Num ambiente onde o conflito reescreve expectativas macro em tempo real, a variável crítica continua a ser a duração da disrupção no Estreito de Ormuz. Face ao excesso de ruído e fluxo noticioso, entrar na "batalha comunicacional" não serve os nossos clientes. A disciplina é, em si mesma, a melhor decisão de gestão.

Mercado Acionista

| Índice | Fecho | MTD | YTD | Var.1Y | Var.3Y | Var.5Y |
|---------------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| MSCI Europe | 194,69 | -8,03% | -1,49% | 8,82% | 26,57% | 36,76% |
| MSCI World | 377,39 | -4,24% | -2,03% | 10,02% | 43,84% | 54,49% |
| Eurostoxx 50 | 4 856,15 | -8,28% | -1,26% | 6,83% | 23,22% | 46,13% |
| Eurostoxx 600 | 583,14 | -8,00% | -1,53% | 9,22% | 27,37% | 35,74% |
| DAX | 22 680,04 | -10,30% | -7,39% | 2,33% | 45,12% | 51,12% |
| CAC40 | 7 816,94 | -8,90% | -4,08% | 0,34% | 6,75% | 28,84% |
| IBEX35 | 17 049,60 | -7,14% | -1,49% | 29,80% | 84,67% | 98,71% |
| PSI | 9 131,56 | -1,56% | 10,50% | 33,00% | 51,02% | 85,24% |
| AEX | 959,80 | -6,55% | 0,89% | 6,79% | 26,93% | 37,14% |
| FTSE100 | 10 176,45 | -6,73% | 2,47% | 18,57% | 33,34% | 51,58% |
| MIB | 44 309,71 | -6,14% | -1,41% | 16,45% | 63,42% | 79,77% |
| OMX | 2 929,33 | -9,10% | 1,61% | 17,45% | 31,73% | 33,58% |
| SWISS | 12 776,79 | -8,83% | -3,70% | 1,42% | 15,04% | 15,65% |
| S&P500 | 6 528,52 | -5,09% | -4,63% | 16,33% | 58,87% | 64,33% |
| DOW JONES | 46 341,51 | -5,38% | -3,58% | 10,33% | 39,27% | 40,51% |
| NASDAQ | 23 740,19 | -4,89% | -5,98% | 23,14% | 80,10% | 81,34% |
| Nikkei225 | 51 063,72 | -13,23% | 1,44% | 43,37% | 82,10% | 75,00% |
| HANG SENG | 24 788,14 | -6,92% | -3,29% | 7,22% | 21,51% | -12,65% |
| IBOVESPA | 24 720,72 | 0,00% | 0,00% | 8,26% | 22,85% | 19,36% |

Câmbios

| Par Cambial | Fecho | MTD | YTD | Var.1Y | Var.3Y | Var.5Y |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EUR/USD | 1,16 | -2,21% | -1,64% | 6,79% | 6,58% | -1,79% |
| EUR/GBP | 0,87 | -0,34% | 0,20% | 4,31% | -0,67% | 2,22% |
| EUR/CHF | 0,92 | 1,58% | -0,81% | -3,44% | -6,95% | -16,45% |
| EUR/NOK | 11,18 | -0,37% | -5,62% | -1,64% | -1,46% | 11,31% |
| EUR/JPY | 183,36 | -0,56% | -0,34% | 13,05% | 27,36% | 41,92% |

Commodities

| Futuros | Fecho | MTD | YTD | Var.1Y | Var.3Y | Var.5Y |
|------------------|----------|---------|--------|---------|---------|---------|
| Brent | 118,35 | 63,29% | 94,49% | 58,35% | 48,36% | 82,13% |
| Crude | 101,38 | 51,27% | 76,56% | 41,83% | 33,98% | 64,68% |
| Ouro | 4 647,60 | -11,14% | 7,44% | 48,83% | 136,04% | 171,46% |
| Prata | 74,69 | -19,41% | 6,50% | 116,76% | 210,23% | 201,81% |
| Cobre | 5,59 | -6,94% | -0,75% | 11,30% | 36,13% | 38,20% |
| BBG Agriculture* | 27,32 | 5,00% | 7,05% | 3,72% | 33,72% | 62,33% |

*Exchange Trade Note

Obrigações

| Índice | Fecho | MTD | YTD | Var.1Y | Var.3Y | Var.5Y |
|-------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| BBG Euro Corp* | 52,46 | -2,20% | -2,60% | -1,13% | 2,82% | -12,33% |
| Markit Euro HY* | 79,56 | -1,44% | -1,33% | 0,85% | 5,31% | -8,74% |
| Benchmark Euro Govt 10Y | 99,05 | -3,08% | 1,27% | 1,12% | -0,98% | -3,72% |
| BBG Global Treasury* | 83,85 | 0,00% | 0,00% | -6,93% | -7,08% | -11,27% |
| Markit iBoxx USD Liquid Inves | 87,47 | -1,33% | -0,57% | -6,68% | -7,70% | -17,29% |
| BBG US Corp HY* | 95,72 | -1,57% | -1,53% | 0,44% | 3,12% | -12,02% |
| Benchmark US Treasury 10Y | 0,98 | -3,78% | -1,28% | -5,37% | -2,58% | 3,29% |

*Exchange Trade Funds

| Yields | 31/03/2026 | 28/02/2026 | 31/12/2025 | 31/03/2025 | 31/03/2023 | 31/03/2021 |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Benchmark Euro Govt 10Y | 3,01% | 2,65% | 2,86% | 2,74% | 2,30% | -0,32% |
| Benchmark US Treasury 10Y | 4,31% | 3,96% | 4,15% | 4,26% | 3,49% | 1,72% |