



Novembro trouxe um mês dominado pela política monetária, gerando bastante volatilidade, concentrada sobretudo nas ações tecnológicas. Apesar de alguns sinais positivos, notavelmente ao nível dos resultados empresariais (com a NVIDIA, por exemplo, a voltar a superar expectativas dos analistas), as dúvidas em torno das valorizações das empresas de alta capitalização bolsista e as dúvidas na capacidade da Inteligência Artificial (AI) de gerar lucros suficientes para justificar o enorme investimento em curso, tornaram-se mais audíveis. A “corrida” está a criar desequilíbrios, com algumas empresas a recorrerem a mais endividamento e a estruturas de financiamento “criativas” para manter níveis de despesa que dificilmente terão retorno equivalente. A reação negativa do mercado ao anúncio da Meta, em projetar gastos “notavelmente superiores” para 2026, mostrou bem esta mudança de tom: os investidores começam a testar o limite entre ambição tecnológica e disciplina de capital.

No plano geopolítico, aumentou a tensão entre Tóquio e Beijing. Declarações da primeira-ministra japonesa, Sanae Takaichi, sobre um eventual ataque chinês a Taiwan levaram Beijing a exigir desculpas públicas. O conflito diplomático evoluiu, em poucas semanas, com a China a dar um salto qualitativo no tom: acusou Takaichi de destruir a base política das relações bilaterais e avisou que, se o Japão não reverte a posição, haverá consequências económicas. O maior foco do mês, contudo, esteve no dossier Rússia-Ucrânia. No final do mês, Zelensky deslocou-se a Istambul, onde foi confrontado com um plano de paz avançado pelos Estados Unidos. A proposta resultou de semanas de negociações discretas entre administrações norte-americana e russa, com exclusão quer da Ucrânia, quer dos seus aliados europeus. As negociações prosseguem, mas o plano enfrenta fortes críticas por ser visto como excessivamente favorável à Rússia.

No plano político, o grande destaque esteve no Reino Unido. O novo orçamento do governo trabalhista, recebeu um “*thumbs up*” tímido dos mercados, sobretudo pela folga orçamental, mas há um conjunto de fragilidades estruturais que limitam o entusiasmo: demasiada dependência de instrumentos fiscais complexos; ajustamento orçamental demasiado empurrado para a frente; e muito ceticismo sobre a capacidade deste orçamento desbloquear a produtividade e o crescimento de que o país desesperadamente precisa. No Japão, o novo governo de Takaichi anunciou um pacote fiscal agressivo, na ordem dos 135 mil milhões de dólares. Mas o foco dos investidores não foi o estímulo em si, mas sim a questão fiscal. O aumento da despesa reacendeu preocupações com a sustentabilidade das finanças públicas japonesas, pressionou o iene e empurrou os yields das obrigações soberanas japonesas a 10 anos para máximos de 17 anos. Regressou, assim, o debate sobre o risco do *unwind do carry trade*, num contexto em que muitos investidores mundiais continuam financiados em ienes para investir em ativos de risco. Nos Estados Unidos, o dia 5 de novembro foi um aniversário amargo para Donald Trump. Um ano depois de derrotar Kamala Harris, o Presidente enfrentou o *shutdown* mais longo da história (43 dias), uma série de vitórias democratas nas urnas (eleições estatais e para *mayors*) e, sobretudo, problemas no Supremo Tribunal em torno das tarifas comerciais - núcleo da sua política económica. O *shutdown* acabou por terminar durante o mês, mas a qualidade dos dados económicos ficou comprometida, com relatórios cancelados e estatísticas atrasadas.

No plano macroeconómico, novembro trouxe uma bateria de dados sobre os serviços e indústria (PMIs) que reforça a ideia de uma economia global que continua a crescer, mas de forma cada vez mais desequilibrada. Os serviços mantêm-se como principal motor da atividade, sustentados pela procura interna e pelo consumo, enquanto a indústria permanece em retração, penalizada por tarifas que enfraquecem exportações, excesso de inventários e custos financeiros ainda elevados. Temos, assim, uma economia a duas velocidades: expansão nos serviços, estagnação na indústria. Nos EUA o relatório de emprego de setembro - publicado com seis semanas de atraso - mostrou uma criação de 119 mil postos de trabalho (acima do previsto), mas também uma subida da taxa de desemprego para 4.4%, o valor mais alto em quatro anos. Fazemos então o diagnóstico da economia norte-americana: metade está a abrandar, metade está a aquecer, e a Reserva Federal (FED) não sabe em qual metade confiar.

É neste enquadramento que a política monetária ganhou ainda mais peso, durante o mês, com a FED em destaque. O discurso interno está cada vez mais dividido e a instituição parece ter deixado de falar a uma só voz. O Banco Central continua preso entre dois riscos: cortar demasiado cedo e reacender a inflação, ou cortar demasiado tarde e provocar uma travagem brusca. As probabilidades implícitas para a reunião de dezembro oscilaram fortemente ao longo do mês, com a volatilidade a disparar após o cancelamento do relatório de emprego, e comentários do presidente da FED de Nova Iorque, John Williams, próximo de Powell, que voltaram a alimentar as apostas num corte de taxas. Quando as probabilidades oscilam desta forma, apenas com base em declarações públicas e divergências internas, percebemos que a previsibilidade da política monetária desapareceu, o que, para os investidores, complica a leitura das curvas. No Reino Unido, o Banco de Inglaterra manteve as taxas inalteradas numa votação renhida (5-4) e sinalizou que o ciclo de cortes poderá arrancar em breve. Na China, o Banco Popular voltou a comprar dívida pública pela primeira vez em 2025 - operação modesta, mas que foi lida como possível prelúdio de um regresso aos estímulos monetários. No Japão, o governo e o Banco do Japão reuniram-se para alinhar o discurso e tentar estabilizar expectativas, conscientes de que a combinação “expansão fiscal + potenciais subidas futuras de taxas” é rara no país e pode aumentar a volatilidade na curva.

Nos mercados obrigacionistas, novembro voltou a trazer volatilidade, sobretudo intradiária. O desfasamento entre EUA e Europa manteve-se: as yields dos *Treasuries* a 10 anos recuaram 9 pb, enquanto as alemãs subiram 4 pb. A dívida emergente voltou a destacar-se como o subsegmento mais resiliente.

Nos mercados acionistas, o mês foi ligeiramente positivo nos países desenvolvidos, com particular força na Europa e no Japão, e negativo no universo emergente. O ambiente favoreceu setores mais defensivos, como saúde e consumo essencial, enquanto as *small caps* lideraram na última semana, reforçando o otimismo sazonal.

Nas *commodities*, o petróleo somou o quarto mês consecutivo de quedas (-4%), pressionado por receios de excesso de oferta. O cobre ganhou mais de 2 e o ouro valorizou mais de 5% com as expectativas de cortes de taxas. Já no cambial, o dólar terminou o mês praticamente inalterado, embora o EUR/USD tenha tocado mínimos de três meses, perto de 1,15 antes de recuperar. A libra reagiu de forma construtiva ao anúncio de maior carga

fiscal no orçamento britânico. O yuan valorizou e atingiu novos máximos do ano, enquanto as criptomoedas viveram forte volatilidade.

Em Portugal, novembro trouxe um desempenho mais fraco do PSI face aos restantes mercados europeus, com o índice a recuar 3,75% no mês - ainda que mantenha uma valorização expressiva de 27,18% no acumulado do ano 2025.

Em suma, os investidores continuam a tentar compreender a nova relação económica das empresas tecnológicas e o que este *boom* do AI pode, de facto, significar para a vida das pessoas. Historicamente, o valor das empresas sempre assentou nas pessoas: no intelecto, no trabalho, na capacidade humana de transformar ideias em resultados. Quando esses dois pilares se tornam parcialmente substituíveis, surgem organizações cada vez mais autónomas, que e começam a criar a sua própria "economia interna", menos dependente da sociedade que as rodeia.

É precisamente por isso que o nosso papel não é encontrar o próximo "golpe de sorte", mas descortinar a narrativa, separar o ruído da realidade estrutural e fornecer os princípios que constroem riqueza no longo prazo. A sorte vai e volta, os princípios sólidos permanecem.

Mercado Acionista

Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	192,61	0,75%	13,38%	12,77%	30,33%	49,14%
MSCI World	387,00	-0,37%	5,84%	5,06%	43,42%	75,51%
Eurostoxx 50	4 803,44	1,03%	11,48%	10,97%	26,54%	57,27%
Eurostoxx 600	576,43	0,79%	13,56%	12,97%	30,99%	48,05%
DAX	23 836,79	-0,51%	19,73%	21,45%	65,57%	79,34%
CAC40	8 122,71	0,02%	10,05%	12,27%	20,54%	47,19%
IBEX35	16 371,60	2,11%	41,20%	40,63%	95,76%	102,70%
PSI	8 110,74	-3,75%	27,18%	26,37%	38,35%	76,14%
AEX	943,37	-2,89%	7,37%	6,99%	30,28%	55,67%
FTSE100	9 720,51	0,03%	18,93%	17,29%	28,36%	55,13%
MIB	43 357,01	0,42%	26,83%	29,75%	76,17%	96,53%
OMX	2 787,77	0,75%	12,27%	10,90%	32,60%	45,38%
SWISS	12 833,96	4,90%	10,63%	9,09%	15,33%	22,50%
S&P500	6 849,09	0,13%	16,45%	13,54%	67,87%	89,12%
DOW JONES	47 716,42	0,32%	12,16%	6,25%	37,95%	60,99%
NASDAQ	25 434,89	-1,64%	21,05%	21,52%	111,43%	107,32%
NIKKEI225	50 253,91	-4,12%	25,97%	31,53%	79,68%	90,11%
HANG SENG	25 858,89	-0,18%	28,91%	33,13%	39,05%	-1,83%
IBOVESPA	24 720,72	0,00%	26,97%	17,50%	13,95%	21,04%

Câmbios

Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,16	0,53%	12,00%	9,65%	11,44%	-3,07%
EUR/GBP	0,88	-0,11%	5,85%	5,46%	1,52%	-2,52%
EUR/CHF	0,93	0,40%	-0,81%	-0,03%	-5,31%	-13,88%
EUR/NOK	11,72	0,51%	-0,42%	0,49%	14,50%	11,01%
EUR/JPY	181,10	1,91%	11,27%	14,37%	26,07%	45,44%

Commodities

Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	63,20	-2,87%	-15,33%	-13,35%	-26,02%	31,17%
Crude	58,55	-3,98%	-18,36%	-13,90%	-27,31%	28,60%
Ouro	4 218,30	5,93%	60,44%	58,76%	141,60%	136,73%
Prata	56,45	17,61%	95,04%	83,95%	161,93%	150,28%
Cobre	5,19	2,37%	30,09%	27,08%	39,04%	52,54%
BBG Agriculture*	26,42	0,19%	-0,64%	-1,27%	31,77%	68,71%

*Exchange Trade Note

Obrigações

Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	53,93	-0,22%	-0,25%	-0,69%	4,54%	-10,61%
Markit Euro HY*	80,99	0,24%	2,98%	1,19%	7,04%	-6,17%
Benchmark Euro Govt 10Y	0,99	-0,46%	-2,70%	-4,97%	1,29%	-6,27%
BBG Global Treasury*	85,56	-0,01%	-7,64%	-7,46%	-8,21%	-12,23%
Markit Boxx USD Liquid Investm	90,31	0,20%	-6,65%	-8,35%	-7,71%	-18,58%
BBG US Corp HY*	97,65	0,27%	2,28%	0,30%	5,19%	-9,19%
Benchmark US Treasury 10Y	1,00	-1,16%	2,66%	-0,44%	-3,37%	-0,30%

*Exchange Trade Funds

Yields	30/11/2025	31/10/2025	31/12/2024	30/11/2024	30/11/2022	30/11/2020
Benchmark Euro Govt 10Y	2,69%	2,63%	2,36%	2,09%	1,93%	-0,59%
Benchmark US Treasury 10Y	4,02%	4,10%	4,58%	4,19%	3,70%	0,84%