



GOLDEN SGF

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 reverter a posição, haverá consequências económicas. O maior foco do mês, contudo, esteve no dossiê 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 as 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						
Índice	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						
Índice	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 iBoxx 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%