



GOLDEN SGF

Setembro é, historicamente, um mês difícil. Desde 1928, em média, os mercados acionistas americanos registaram perdas nos meses de setembro, o que deu origem a muitos estudos e à formulação de diversas teorias que tentaram explicar esta anomalia que foi designada de “efeito setembro”. No entanto, em 2025, o mês de setembro revelou-se positivo para os investidores, com a maioria das classes de ativos a acumular ganhos, reforçando a tendência dos últimos meses.

No plano geopolítico, continua a ganhar tração a estratégia da Administração norte-americana de maior intervenção do Estado na economia: estão em curso negociações para aquisições de participações em empresas de minerais críticos, quer internamente quer em países aliados como a Austrália, com o objetivo de reduzir as dependências da China. Em paralelo, a Índia reforçou a agenda de autossuficiência e autonomia estratégica após as tarifas de 50% impostas por Washington, juntando-se aos EUA, ao Japão e à China no esforço de erguer capacidade doméstica de semicondutores — uma medida que visa reforçar a proteção industrial e, ao mesmo tempo, constituir um instrumento comercial e geopolítico. Em termos conceptuais, é a ordem natural dos fatores neste ciclo: as necessidades (terras raras, semicondutores, alianças) definem a geoeconomia; a geoestratégia traça o caminho para as suprir; e a geopolítica concretiza-as em decisões e atos.

No Médio Oriente, um ataque israelita a um complexo residencial em Doha reavivou a atenção nesta região do globo, mas foi a leste da Europa que o risco subiu: o espaço aéreo da Polónia foi violado por drones de fabrico russo, levando à ativação do artigo 4.º da NATO. O mesmo aconteceu em dias consecutivos, soando o alerta noutros países da Escandinávia e do leste europeu. Mais a oriente, uma cimeira em Tianjin e a parada militar em Pequim evidenciaram a deslocação do epicentro estratégico para o Indo-Pacífico, numa demonstração de força chinesa.

A história mostra que, em crises geopolíticas, o comportamento imediato dos mercados é muitas vezes secundário - o que não diminui a gravidade do momento.

Entre EUA e China, o mês trouxe sinais contraditórios. Avançou o acordo para separar a operação americana do TikTok e a Casa Branca deixou em aberto a extensão da trégua tarifária entre os dois países. Em simultâneo, Pequim proibiu empresas como a Alibaba e a Baidu de adquirirem chips Nvidia, acelerando a aposta em alternativas nacionais. Em resumo: gestos de cooperação tática, mas a rivalidade estrutural - tecnológica e comercial - mantém-se intacta.

Ainda no plano político, os desenvolvimentos políticos em França, Reino Unido e Alemanha contribuíram para a incerteza. Em Paris, Emmanuel Macron nomeou Sébastien Lecornu, o antigo Ministro da Defesa, para substituir François Bayrou, após a perda a moção de confiança. No entanto, o *turmoil* social, político e fiscal agravou-se; a Fitch cortou o rating francês para A+, reforçando a perceção de risco. Em Londres, a vice-primeira-ministra Angela Rayner demitiu-se. Apesar disto, a queda das yields nos EUA após os dados de desemprego ajudou a conter a turbulência europeia, e as yields das obrigações francesas e os *gilts*. Em Bruxelas, cresceu o *backlash*: o ministro alemão Boris Pistorius criticou publicamente Von der Leyen por abordar opções militares na Ucrânia, lembrando que a União Europeia não tem mandato para decidir envios de tropas.

Para terminar, no fecho do mês, nos Estados Unidos, o governo federal entrou em *shutdown* após o Congresso não aprovar o orçamento, por

divergências em temas de saúde e nível de despesa. Entraram também em vigor tarifas de 100% sobre fármacos patenteados importados, com exceção para produtores que já estejam a construir fábricas nos EUA. O choque inicial deu lugar a uma leitura mais construtiva: a indústria farmacêutica norte-americana, com forte base produtiva doméstica, fica relativamente protegida, enquanto concorrentes de outros países ficam mais expostos. Em paralelo, regressou ao centro do debate a independência da FED: Stephen Miran, membro recém-nomeado, afirmou em audição no Congresso que manteria colaboração com a Casa Branca enquanto governador da Reserva Federal, alimentando os receios sobre a independência do banco central.

As reuniões dos principais bancos centrais estiveram em destaque. Os dados macro deram margem à FED para cortar em 25pb. O *dot plot* apontou mais dois cortes até ao final do ano, mas sem compromisso fechado com o calendário, isto porque, com o *shutdown*, não é certo que haja novos indicadores antes da próxima reunião. Na área do euro, o BCE manteve a taxa de depósito em 2%. “Inflação no bom caminho” perto da meta, mas sem promessas de novos cortes no curto prazo. O banco anunciou também a escolha da portuguesa Feedzai para o sistema central de deteção e prevenção de fraude do futuro euro digital. No Japão, a taxa diretora permaneceu em 0.5%, com atas a sinalizar maior abertura a subidas para este ano. O Banco do Canadá cortou em 25 pb, para 2.5% e, manteve o tom de cautela. Por fim, o Banco de Inglaterra manteve a taxa nos 4% e anunciou que abrandará a redução do balanço nos próximos 12 meses.

Nos mercados obrigacionistas, o regresso dos EUA a uma política monetária mais acomodatória impulsionou o sentimento dos investidores e o apetite pelo risco, apesar de um ligeiro alargamento intra-mês nos spreads de crédito, que se mantêm próximos dos mínimos do ciclo. A dívida soberana acabou por se destacar no mês, com a dívida pública norte-americana a superar novamente o desempenho da sua congénere alemã, registando uma compressão de -7.81pb face aos -1.30pb do Bund. Já o índice que acompanha a dívida soberana europeia registou uma subida de +0.50%, superando os subsegmentos corporativo e *high yield* da região, ambos com +0.48%.

Nos mercados acionistas, como já mencionado, setembro foi positivo para a generalidade das praças. Em termos geográficos, os emergentes destacaram-se - MSCI EM € +6.61% - com a China a liderar a recuperação, enquanto nos desenvolvidos, os EUA e o Japão apresentaram desempenhos robustos. Do lado setorial, a tecnologia voltou a comandar, com a temática da Inteligência Artificial a concentrar fluxos e a empurrar as empresas perçecionadas como “*winners of AI*” para o topo dos ganhos; em paralelo, manteve-se a boa dinâmica das mineiras auríferas, ligadas a metais preciosos.

Nas *commodities*, o índice *Bloomberg Commodities* avançou em setembro, com os metais preciosos a liderarem os ganhos. O ouro voltou a ser procurado como refúgio e atingiu novo recorde acima de \$3.800/oz, somando seis semanas consecutivas de valorização; o movimento foi acompanhado por outros metais preciosos, prata, platina e paládio, refletindo um contexto de aperto estrutural da oferta.

Já no cambial, o dólar terminou setembro praticamente inalterado face a agosto enquanto o euro também não ganhou tração. O EUR/USD chegou a marcar um novo máximo de quatro anos em 1.1918 na antecâmara do

corte da FED, para depois recuar. A libra manteve-se pressionada pelo ruído fiscal no Reino Unido, com o EUR/GBP a regressar a 0.8750, perto dos máximos do ano. O iene voltou a depreciar-se face ao euro, tocando mínimos de 14 meses. Nas criptomoedas, bitcoin e ether fecharam os mês praticamente inalterados, apesar de perdas significativas a meio de setembro - um resultado razoável para um mês que, estatisticamente, tende a ser desfavorável à classe.

Em Portugal, setembro trouxe um reforço de confiança e algum dinamismo em bolsa. A Fitch elevou o rating soberano para 'A' (perspetiva estável), validando o “caminho sólido” do país. No mercado acionista, o PSI andou lateral na primeira metade do mês e acelerou depois, fechando +2.55% face a agosto. Do lado corporativo, a Teixeira Duarte passou a integrar o índice de referência, elevando para 16 o número de constituintes e juntando uma segunda construtora à Mota-Engil. Na dívida pública, a *yield* portuguesa a 10 anos desceu para 3.11%, com o spread face ao Bund a encolher para 40.8pb. No plano macro, a inflação homóloga abrandou para 2.4% em agosto.

Em síntese, outubro promete ser um mês complexo. O *shutdown* volta a testar os “nervos” dos investidores, mas a história recomenda calma: em episódios anteriores, os impactos foram sobretudo temporários - no *shutdown* mais longo da história (2018), o S&P 500 chegou a avançar cerca de 10% - ainda que a incerteza política e os custos sociais de uma paralisação prolongada não devam ser desvalorizados num quadro de desequilíbrios já visíveis nos EUA. Importa recordar que é importante manter o foco em planos e objetivos de longo prazo, que continua a ser a melhor defesa contra a ansiedade de máximos sucessivos. O objetivo tático permanece claro: capturar o grosso dos ganhos enquanto este ciclo durar, nesta combinação de estímulo fiscal, cortes de taxas e desregulação, que favorece os ativos de risco - sempre com disciplina de risco e prontidão para ajustar se os sinais mudarem.

Mercado Acionista

Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	186,61	1,54%	9,85%	6,54%	43,07%	56,09%
MSCI World	374,27	2,69%	2,36%	9,87%	50,96%	81,56%
Eurostoxx 50	4 633,23	1,72%	7,53%	4,05%	39,06%	59,54%
Eurostoxx 600	558,18	1,46%	9,96%	6,75%	43,92%	54,58%
DAX	23 880,72	-0,09%	19,95%	23,57%	97,13%	87,14%
CAC40	7 895,94	2,49%	6,98%	3,41%	37,03%	64,38%
IBEX35	15 475,00	3,61%	33,46%	30,29%	110,06%	130,40%
PSI	7 957,62	2,55%	24,78%	17,15%	50,07%	95,66%
AEX	942,78	5,15%	7,30%	3,59%	47,17%	72,13%
FTSE100	9 350,43	1,78%	14,41%	13,52%	35,84%	59,40%
MIB	42 725,32	1,25%	24,98%	25,20%	106,91%	124,69%
OMX	2 662,80	1,41%	7,24%	1,38%	45,59%	81,82%
SWISS	12 109,42	-0,64%	4,38%	-0,49%	17,94%	18,87%
S&P500	6 688,46	3,53%	13,72%	16,07%	86,54%	98,88%
DOW JONES	46 397,89	1,87%	9,06%	9,61%	61,52%	67,01%
NASDAQ	24 679,99	5,40%	17,46%	23,03%	124,95%	116,15%
NIKKEI225	44 932,63	5,18%	12,63%	18,49%	73,24%	93,80%
HANG SENG	26 855,56	7,09%	33,88%	27,07%	55,93%	14,48%
IBOVESPA	24 720,72	0,00%	26,97%	2,17%	21,66%	46,63%

Câmbios

Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,17	0,42%	13,33%	5,38%	19,74%	0,59%
EUR/GBP	0,87	0,86%	5,46%	4,80%	-0,58%	-3,95%
EUR/CHF	0,93	-0,12%	-0,53%	-0,76%	-3,41%	-13,35%
EUR/NOK	11,72	-0,26%	-0,46%	-0,22%	9,81%	5,89%
EUR/JPY	173,57	1,02%	6,65%	8,54%	22,35%	41,06%

Commodities

Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	67,02	-1,61%	-10,21%	-6,62%	-23,81%	57,95%
Crude	62,37	-2,56%	-13,04%	-8,51%	-21,54%	53,62%
Ouro	3 840,80	10,57%	46,08%	45,70%	131,04%	105,08%
Prata	46,25	15,06%	59,82%	48,42%	143,95%	96,59%
Cobre	4,81	6,34%	20,55%	6,87%	39,60%	60,73%
BBG Agriculture*	26,76	-3,64%	0,64%	2,57%	33,67%	84,17%

*Exchange Trade Note

Obrigações

Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	53,67	0,40%	-0,73%	0,18%	7,07%	-9,51%
Markit Euro HY*	81,19	0,41%	3,23%	1,11%	13,73%	-3,23%
Benchmark Euro Govt 10Y	0,99	0,14%	-2,89%	-4,93%	2,77%	-6,16%
BBG Global Treasury*	83,33	0,08%	-10,05%	-6,47%	-15,68%	-16,50%
Markit iBoxx USD Liquid Inves	88,49	0,50%	-8,53%	-6,72%	-11,23%	-19,17%
BBG US Corp HY*	97,99	0,49%	2,64%	0,20%	11,54%	-6,02%
Benchmark US Treasury 10Y	1,01	0,31%	3,16%	-0,09%	9,97%	1,01%

*Exchange Trade Funds

Yields	30/09/2025	31/08/2025	31/12/2024	30/09/2024	30/09/2022	30/09/2020
Benchmark Euro Govt 10Y	2,71%	2,73%	2,36%	2,12%	2,11%	-0,53%
Benchmark US Treasury 10Y	4,15%	4,23%	4,58%	3,80%	3,80%	0,66%