



GOLDEN SGF

Dezembro passou num ambiente típico de final de ano: menor liquidez, investidores mais focados em fechar balanços e em preparar *outlooks* para 2026. O mês foi relativamente “pobre” em dados macroeconómicos, mas dominado por política monetária e geopolítica. Ainda assim, alguns indicadores favoráveis, combinados com o otimismo persistente em torno da inteligência artificial, ajudaram a sustentar o sentimento, sendo que nas últimas sessões surgiu o habitual “*Santa Claus Rally*”.

No plano geopolítico, dezembro trouxe sinais relevantes de reconfiguração. A nova Estratégia de Segurança Nacional norte-americana, anunciada pela Casa Branca, formalizou o fim da era unipolar e recentrou as prioridades estratégicas nas Américas, reconhecendo implicitamente que o sistema internacional entrou numa fase mais fragmentada. E foi no arco venezuelano, que a tensão entre Washington e Caracas voltou a escalar. Os Estados Unidos avançaram com o bloqueio de navios que transportavam crude venezuelano, aumentando a pressão não só sobre Caracas, mas também sobre Havana e Manágua. Este movimento teve impacto nos preços do petróleo, ainda que parcialmente compensado por rumores de um possível cessar-fogo na guerra Rússia-Ucrânia. O enviado especial norte-americano, Steve Witkoff, voltou a reunir-se com o seu homólogo russo, Kirill Dmitriev, num encontro descrito por ambas as partes como “produtivo”. Já a União Europeia, por seu lado, aprovou um pacote de empréstimos de 90 mil milhões de euros para apoiar a Kiev, enquanto a guerra no campo de batalha, continua. No plano tecnológico, a rivalidade EUA-China voltou a ganhar centralidade. A estratégia da administração norte-americana passa por permitir a venda dos chips H200 à China, fomentando a dependência do ecossistema Nvidia, mas impondo um controlo apertado sobre o acesso. No entanto, mesmo após a autorização, Pequim continuou a limitar o uso dos H200 e a desencorajar a adoção de tecnologia Nvidia. Os Estados Unidos tentam criar dependência estratégica; a China procura libertar-se dela. Noutras geografias, as tensões mantiveram-se elevadas: no Indo-Pacífico, persistiram fricções no Mar do Sul da China e em torno de Taiwan; no eixo Japão-China, o tom diplomático endureceu.

No plano macroeconómico, os dados surpreenderam pela positiva nos Estados Unidos. O PIB cresceu a uma taxa anualizada de 4.3% no terceiro trimestre, bem acima das expectativas, liderado por um consumo privado que continua notavelmente resiliente. Em simultâneo, mantém-se um contraste cada vez mais evidente entre sentimento e realidade económica: os indicadores de confiança dos consumidores recuaram para mínimos de quatro anos, enquanto a inflação de novembro ficou significativamente abaixo do esperado, com a inflação geral nos 2.7% e a subjacente nos 2.6%.

No Reino Unido, o crescimento económico foi praticamente estagnado no terceiro trimestre (+0.1%), confirmando uma desaceleração face ao trimestre anterior. Na zona euro, a inflação anual foi revista ligeiramente em baixa para 2.1% em novembro, alinhando-se com o valor de outubro e sugerindo alguma estabilização das pressões sobre os preços.

É neste contexto que a política monetária voltou ao centro do debate, com decisões relevantes do Banco de Inglaterra (BOE), do Banco Central Europeu (BCE) e do Banco do Japão (BOJ).

No Reino Unido, o BOE cortou a taxa diretora em 25 pontos base, para 3.75%, numa votação renhida (5-4). O tom adotado pelo governador Andrew Bailey foi mais *dovish* do que nas reuniões anteriores, sinalizando abertura a novos cortes, ainda que sem compromissos claros. O BCE optou

por manter as taxas, numa pausa de tom claramente prudente. As projeções apontam para um crescimento moderado e para uma inflação a convergir de forma sustentada para a meta ao longo dos próximos anos, sem pressa em acelerar cortes. No Japão, o BOJ subiu a taxa diretora em 25 pontos base, para 0.75%, um máximo de cerca de 30 anos. Ainda assim, o governador Ueda foi extremamente cauteloso na comunicação, evitando qualquer sinal de aceleração do ciclo de subidas.

A Reserva Federal (FED) cortou em 25 pb, e a comunicação foi menos agressiva do que se antecipava. No entanto, o destaque foi para o regresso à expansão do balanço. A FED anunciou compras de dívida de curto prazo (*T-Bills*) e iniciou um novo programa de compras. Os investidores perceberam que a gestão de liquidez volta a ser parte ativa da política monetária. Em paralelo, avançou nos bastidores o processo de escolha do próximo presidente do banco central norte-americano, com a Casa Branca a alargar o leque de candidatos. A atenção dos mercados é elevada: não apenas para saber quem sucederá a Powell, mas sobretudo para perceber o perfil do próximo governador e a forma como poderá influenciar, de modo decisivo, a condução da política monetária nos próximos anos. Por agora, a Reserva Federal reconhece o arrefecimento do mercado de trabalho e adotou uma postura mais *dovish*.

Relativamente ao *price action*, dezembro foi positivo para a maior parte das classes de ativos. A exceção foi o mercado de dívida como um todo, que recuou ligeiramente, mas com o segmento de *high-yield* a ter novamente uma *performance* positiva. Alguns dos principais índices bolsistas mundiais atingiram máximos históricos, nomeadamente o S&P 500 nos EUA, o FTSE no Reino Unido e o Nikkei no Japão.

Num mês tradicionalmente marcado por níveis reduzidos de liquidez, assistiu-se a mais um período de ligeiras correções nos mercados obrigacionistas. A dívida governamental liderou o movimento, com as maturidades mais longas a regressarem a taxas de juro mais altas. Tomando como referência os 10 anos, o *Bund* alemão alargou +17 pb, enquanto os *Treasuries* norte-americanos subiram +9 pb.

Nos mercados acionistas, o mês foi globalmente positivo, com uma melhoria do apetite pelo risco e compressão dos prémios de risco em vários segmentos. No plano geográfico, a Europa foi o bloco que mais se destacou, reagindo a novos anúncios de estímulos fiscais, com particular incidência em medidas que favorecem o setor da defesa e a respetiva cadeia de fornecimento industrial. No plano setorial, as tecnológicas expostas ao tema da Inteligência Artificial (AI) continuaram a monopolizar a atenção dos investidores, beneficiando de expectativas de crescimento estrutural e das narrativas de produtividade.

Nas *commodities*, o mês foi de ganhos, mas com grande dispersão entre as várias categorias. O petróleo fechou em baixa pelo quinto mês consecutivo, e o gás natural nos EUA baixou cerca de 20%, com *stocks* elevados e produção em máximos históricos. Quanto aos metais preciosos: o ouro fechou com mais um ganho mensal, sendo que os destaques foram para a prata e platina, que tiveram ganhos avultados, apesar da grande volatilidade.

Já no cambial, o dólar teve um mês negativo, continuando a dar sinais de alguma fragilidade, ainda que o ritmo de desvalorização esteja a ser comedido. O EUR/USD atingiu os \$1.18, o que já não sucedia desde setembro. O comportamento do par tem seguido de perto a evolução do diferencial de taxas reais a 5 anos entre as duas moedas.

Em suma, dezembro “fecha” um ano de 2025 que foi, no essencial, um ano *risk-on*: risco assumido e bem remunerado. O enquadramento para 2026 aponta para uma maior seletividade. Num contexto em que capital, tecnologia e poder geopolítico se cruzam cada vez mais, o desafio passa menos por antecipar movimentos de curto prazo e mais por manter disciplina e leitura estrutural. 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.

Mercado Acionista						
Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	197,64	2,61%	16,34%	16,34%	38,69%	49,62%
MSCI World	385,20	-0,47%	5,35%	5,35%	54,69%	71,58%
Eurostoxx 50	4 918,02	2,39%	14,14%	14,14%	34,67%	58,22%
Eurostoxx 600	592,19	2,73%	16,66%	16,66%	39,37%	48,41%
DAX	24 490,41	2,74%	23,01%	23,01%	75,89%	78,52%
CAC40	8 149,50	0,33%	10,42%	10,42%	25,89%	46,80%
IBEX35	17 307,80	5,72%	49,27%	49,27%	110,32%	114,37%
PSI	8 263,65	1,89%	29,58%	29,58%	44,32%	68,70%
AXX	951,29	0,84%	8,27%	8,27%	38,07%	52,30%
FTSE100	9 931,38	2,17%	21,51%	21,51%	33,28%	53,72%
MIB	44 944,54	3,66%	31,47%	31,47%	89,58%	102,15%
OMX	2 882,97	3,41%	16,10%	16,10%	41,09%	53,78%
SWISS	13 267,48	3,38%	14,37%	14,37%	23,66%	23,95%
S&P500	6 845,50	-0,05%	16,39%	16,39%	78,29%	82,25%
DOW JONES	48 063,29	0,73%	12,97%	12,97%	45,00%	57,04%
NASDAQ	25 249,85	-0,73%	20,17%	20,17%	130,81%	95,91%
NIKKEI225	50 339,48	0,17%	26,18%	26,18%	92,91%	83,43%
HANG SENG	25 630,54	-0,88%	27,77%	27,77%	29,57%	-5,88%
IBOVESPA	24 720,72	0,00%	26,97%	26,97%	19,08%	7,88%

Câmbios						
Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,17	1,29%	13,45%	13,45%	9,75%	-4,10%
EUR/GBP	0,87	-0,48%	5,34%	5,34%	-1,46%	-3,90%
EUR/CHF	0,93	-0,10%	-0,90%	-0,90%	-5,93%	-14,01%
EUR/NOK	11,84	1,07%	0,64%	0,64%	12,87%	12,34%
EUR/JPY	183,99	1,60%	13,05%	13,05%	31,14%	45,03%

Commodities						
Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	60,85	-3,72%	-18,48%	-18,48%	-29,17%	19,10%
Crude	57,42	-1,93%	-19,94%	-19,94%	-28,46%	19,63%
Ouro	4 325,60	2,54%	64,52%	64,52%	137,71%	130,12%
Prata	70,13	24,25%	142,34%	142,34%	193,92%	168,32%
Cobre	5,63	8,57%	41,24%	41,24%	47,94%	58,46%
BBG Agriculture*	25,52	-3,41%	-4,02%	-4,02%	26,65%	61,31%

*Exchange Trade Note

Obrigações						
Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	53,86	-0,13%	-0,38%	-0,38%	6,18%	-11,01%
Markit Euro HY*	80,63	-0,44%	2,52%	2,52%	9,51%	-7,64%
Benchmark Euro Govt 10Y	97,81	-1,45%	-4,11%	-4,11%	5,54%	-7,42%
BBG Global Treasury*	83,85	-2,01%	-9,49%	-9,49%	-7,99%	-11,42%
Markit iBoxx USD Liquid Inves	87,97	-2,59%	-9,07%	-9,07%	-6,12%	-18,33%
BBG US Corp HY*	97,21	-0,45%	1,82%	1,82%	8,01%	-10,77%
Benchmark US Treasury 10Y	0,99	-0,78%	1,68%	1,68%	-3,25%	-0,60%

*Exchange Trade Funds

Yields	31/12/2025	30/11/2025	31/12/2024	31/12/2024	31/12/2022	31/12/2020
Benchmark Euro Govt 10Y	2,86%	2,69%	2,36%	2,36%	2,57%	-0,57%
Benchmark US Treasury 10Y	4,15%	4,02%	4,58%	4,58%	3,83%	0,94%