



# GOLDEN SGF

Janeiro trouxe um arranque do ano com a confirmação de que estamos num regime diferente daquele a que os mercados se habituaram pelo menos na última década. Num mundo cada vez mais imprevisível e de elevada intensidade informativa, assistimos a movimentos relevantes nos preços dos ativos, mostrando a crescente sensibilidade das bolsas à gestão realizada com base em algoritmos e *momentum*, ao *flow* noticioso e a decisões políticas, por vezes arbitrárias, e uma crescente desconexão com os fundamentais económicos.

Os principais destaques de janeiro foram geopolíticos. O episódio mais marcante foi, logo no início do ano, a intervenção direta dos Estados Unidos na Venezuela, culminando na detenção de Nicolás Maduro. A mensagem transmitida pela administração norte-americana foi clara: assegurar controlo estratégico sobre um país central no tabuleiro energético e geopolítico, enquanto se reduz o espaço de influência russa e chinesa na região. Do ponto de vista de mercado, rapidamente ficou evidente que o impacto sobre os preços do petróleo seria limitado, dado o elevado custo de produção e refinação do crude venezuelano. Em paralelo, a tensão com o Irão voltou a subir. Os EUA anunciaram tarifas de 25% sobre países que façam negócios com Teerão, uma medida que funciona como pressão indireta sobre a China. Pequim respondeu prometendo proteger os seus interesses, reforçando a leitura de que muitos dos conflitos atuais são, na essência, disputas por influência económica e controlo de cadeias de abastecimento estratégicas. Outro foco central do mês foi a Grónlandia. O tema ganhou tração no Fórum Económico de Davos e voltou a expor fraturas nas relações transatlânticas. As ameaças tarifárias dos EUA a países europeus que apoiaram a Dinamarca, seguidas de um recuo, confirmaram que as tarifas regressaram como instrumento de pressão política. Davos trouxe outros momentos de destaque, nomeadamente o discurso do primeiro-ministro canadiano, Mark Carney, que reiterou a tese de que existe um enfraquecimento das regras e instituições que sustentaram a ordem internacional nas últimas décadas, com o mundo a funcionar cada vez mais como um sistema de forças. Este discurso, bem como a aproximação comercial entre Otava e Pequim, fez com que a dinâmica das tarifas se tenha estendido ao Canadá, com Washington a sinalizar possíveis retaliações.

Na Europa, destacou-se a aprovação do acordo de comércio livre entre a União Europeia (UE) e o Mercosul, após mais de 25 anos de negociações. Trata-se do maior acordo da UE em termos de redução tarifária, abrangendo mais de 90% do comércio bilateral, num momento em que a fragmentação global obriga os blocos económicos a diversificarem parceiros e cadeias de fornecimento. Nos Estados Unidos, o presidente Donald Trump voltou a dominar a agenda com propostas de forte apelo político interno, como a intenção de impor um teto às taxas de juro dos cartões de crédito, bem como novas ameaças tarifárias. Em paralelo, intensificaram-se as tensões internas associadas à política migratória, com confrontos entre forças civis e a agência federal de imigração (ICE), sublinhando o grau de polarização social que atravessa o país.

Já a política monetária voltou a ser um dos temas estruturantes do mês. A Reserva Federal manteve a taxa de juro inalterada e deu a entender que não existem condições para cortes no curto prazo. Ao mesmo tempo, Donald Trump anunciou Kevin Warsh como próximo presidente da FED, uma nomeação que foi lida como potencialmente mitigadora de pressões mais agressivas da Casa Branca sobre a instituição. Ainda assim, o mês

evidenciou algo mais profundo: uma tentativa crescente de influenciar as condições financeiras por vias não convencionais. Pedidos diretos para compras de ativos, limites administrativos às taxas de juro e pressão política explícita apontam para um regime onde a política monetária tradicional opera cada vez mais condicionada por objetivos políticos. Fora dos EUA, o Banco do Japão esteve sob pressão, num contexto de instabilidade política interna e *yields* soberanas em níveis não observados há décadas. Ainda assim, na reunião de janeiro, optou por manter as taxas inalteradas, sinalizando prudência face ao risco de exacerbar a volatilidade. O Banco Central do Brasil (BACEN) manteve a sua taxa Selic em 15%, mas sinalizou de forma clara o início de um ciclo de cortes já em março. Igualmente inalterada, ficou a taxa diretora do Banco Central do Canadá.

Do ponto de vista macroeconómico, dado o contexto já descrito, os dados ficaram em segundo plano, mas não foram irrelevantes. Nos Estados Unidos, a economia continuou a mostrar resiliência, com crescimento robusto e inflação a desacelerar para níveis não vistos há mais de quatro anos. O mercado de trabalho, porém, começou a enviar sinais mais claros de abrandamento, com criação de emprego abaixo do esperado e revisões negativas dos meses anteriores. Na Europa, os indicadores sugeriram estabilização cíclica: produção industrial acima das expectativas em várias economias-chave e inflação alinhada com os objetivos do BCE. No Reino Unido, o regresso ao crescimento após dois meses de contração foi um sinal positivo, ainda que frágil. A China manteve-se como *outlier*, enfrentando pressões deflacionistas persistentes, apesar de um excedente comercial recorde que confirma a sua capacidade de adaptação ao contexto global.

Nos mercados obrigacionistas, o mês começou sob pressão, mas recuperou à medida que os dados de inflação surpreenderam pela positiva. Ainda assim, a dívida soberana continuou condicionada por dados de atividade económica, preocupações com a despesa pública e dúvidas em torno da independência dos bancos centrais. As obrigações indexadas à inflação destacaram-se, enquanto na Europa as *yields* subiram. O subsegmento *high yield* manteve um desempenho sólido, suportado por procura robusta e *yields* atrativas. No Japão, as obrigações soberanas registaram um início de ano particularmente negativo, com um acentuado *steepening* da curva após o anúncio de eleições antecipadas. Nos mercados acionistas, verificou-se uma rotação clara para setores mais cíclicos e uma ampliação do *market breadth* fora da tecnologia norte-americana. As “7 Magníficas” tiveram uma performance modesta, enquanto os mercados emergentes registaram ganhos expressivos e superaram largamente os desenvolvidos. O Japão destacou-se entre os mercados desenvolvidos, e as empresas de pequena capitalização superaram de forma clara.

Nas *commodities*, o mês foi marcado por ganhos expressivos, com o índice de matérias-primas a subir perto de 9%. O petróleo valorizou cerca de 13%, beneficiando de constrangimentos na oferta e de risco geopolítico. Os metais preciosos voltaram a destacar-se, com ouro e prata a atingirem novos máximos históricos, sustentados por instabilidade geopolítica, tensões comerciais e pela queda das *yields* reais. No mercado cambial, o dólar teve um mês negativo, com o par EUR/USD a atingir máximos não vistos desde 2021 antes de corrigir ligeiramente no final do mês. A fraqueza do dólar reflete a crescente perceção de que o USD está a perder o seu papel de moeda central na ordem financeira mundial. O iene também continua extremamente pressionado o que levou a rumores de que poderá

estar a ser preparada uma intervenção cambial concertada por vários bancos centrais com o objetivo de apoiar o iene.

Em suma, o início de 2026 foi volátil, mas marcado por um reforço claro do apetite pelo risco. Janeiro deixou ainda uma mensagem: a ordem global está a deslocar-se de um modelo unipolar para um sistema de múltiplas esferas de influência, ou pelo menos bipolar com a China a assumir cada vez mais um papel fundamental nas relações internacionais. A dinâmica dos mercados reflete essa transição e as incertezas dela resultantes, com maior procura por ativos estratégicos e reais, num mundo onde geopolítica, política económica e mercados passaram a mover-se em conjunto.

Mercado Acionista						
Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	203,71	3,07%	3,07%	12,69%	33,95%	55,44%
MSCI World	388,62	0,89%	0,89%	3,12%	48,41%	73,71%
Eurostoxx 50	5 084,12	3,38%	3,38%	10,34%	31,94%	65,32%
Eurostoxx 600	611,00	3,18%	3,18%	13,25%	34,82%	54,35%
DAX	24 538,81	0,20%	0,20%	12,92%	62,20%	82,68%
CAC40	8 126,53	-0,28%	-0,28%	2,22%	14,74%	50,51%
IBEX35	17 880,90	3,31%	3,31%	44,56%	97,93%	130,50%
PSI	8 662,19	4,82%	4,82%	32,77%	47,16%	80,67%
AEX	1 001,65	5,29%	5,29%	8,65%	34,42%	57,22%
FTSE100	10 223,54	2,94%	2,94%	17,86%	31,55%	59,56%
MIIB	45 527,42	1,30%	1,30%	24,83%	71,16%	111,04%
OMX	3 026,57	4,98%	4,98%	13,33%	37,66%	55,30%
SWISS	13 188,26	-0,60%	-0,60%	4,69%	16,86%	24,52%
S&P500	6 939,03	1,37%	1,37%	14,87%	70,22%	86,82%
DOW JONES	48 892,47	1,73%	1,73%	9,76%	43,44%	63,07%
NASDAQ	25 552,39	1,20%	1,20%	18,97%	111,14%	97,69%
NIKKEI225	53 322,85	5,93%	5,93%	34,75%	95,13%	92,76%
HANG SENG	27 387,11	6,85%	6,85%	35,41%	25,39%	-3,17%
IBOVESPA	24 720,72	0,00%	0,00%	14,48%	10,56%	17,35%

Câmbios						
Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,20	1,91%	1,91%	15,51%	10,19%	-1,38%
EUR/GBP	0,87	-0,55%	-0,55%	3,76%	-1,67%	-2,09%
EUR/CHF	0,91	-1,74%	-1,74%	-3,11%	-8,09%	-15,38%
EUR/NOK	11,41	-3,69%	-3,69%	-2,58%	5,16%	9,58%
EUR/JPY	183,23	-0,41%	-0,41%	13,99%	29,67%	44,20%

Commodities						
Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	70,71	16,20%	16,20%	-7,88%	-16,31%	26,54%
Crude	65,42	13,93%	13,93%	-9,80%	-17,05%	25,33%
Ouro	5 318,40	22,95%	22,95%	89,10%	175,64%	187,90%
Prata	114,04	62,60%	62,60%	254,95%	380,20%	323,93%
Cobre	6,18	9,69%	9,69%	44,90%	46,04%	72,81%
BBG Agriculture*	25,87	1,37%	1,37%	-6,27%	27,88%	57,84%

\*Exchange Trade Note

Obrigações						
Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	54,25	0,72%	0,72%	-0,11%	5,18%	-10,12%
Markit Euro HY*	81,12	0,61%	0,61%	1,76%	6,28%	-6,73%
Benchmark Euro Govt 10Y	100,48	2,73%	2,73%	0,11%	0,39%	-4,61%
BBG Global Treasury*	83,85	0,00%	0,00%	-10,06%	-8,29%	-11,64%
Markit iBoxx USD Liquid Inves	86,79	-1,34%	-1,34%	-10,87%	-9,88%	-18,96%
BBG US Corp HY*	97,82	0,63%	0,63%	1,10%	4,48%	-9,76%
Benchmark US Treasury 10Y	0,98	-0,55%	-0,55%	0,72%	-6,36%	0,26%

\*Exchange Trade Funds

Yields	31/01/2026	31/12/2025	31/12/2025	31/01/2025	31/01/2023	31/01/2021
Benchmark Euro Govt 10Y	2,84%	2,86%	2,86%	2,46%	2,29%	-0,52%
Benchmark US Treasury 10Y	4,23%	4,15%	4,15%	4,57%	3,53%	1,09%