



GOLDEN SGF

Maio foi um mês positivo para a generalidade dos mercados. O movimento mais relevante foi a descida do “prémio de risco” no preço do petróleo, impulsionado por uma melhoria no tom das negociações entre os Estados Unidos e o Irão. A inflação, contudo, recusou acompanhar essa descida, e os mercados obrigacionistas mantiveram a pressão, com uma venda sincronizada que fez soar alguns alarmes. Ainda assim, a dinâmica dos mercados acionistas continuou, pelo menos à superfície, inabalável e alheia aos sinais de alerta, continuando em subida, ancorados na narrativa que tem sido mais forte: os resultados empresariais e o “boom” do investimento em inteligência artificial.

Ao longo de maio, acumularam-se relatos de progressos nas negociações entre Estados Unidos e Irão, com sinais preliminares de enquadramento para uma possível solução, o que deu suporte aos mercados. No entanto, a situação mantém-se fluida, com contrapartidas ainda por clarificar. Noutros eventos geopolíticos no mês, destaca-se a cimeira Trump-Xi em Pequim. Foram dois dias de conversações marcados por sinais de apaziguamento, mas sem ter sido anunciado um acordo significativo. Xi colocou Taiwan no centro da mesa logo no arranque, um aviso deliberado que define os limites do que pode ou não ser negociado. Poucos dias depois da cimeira, Putin chegou a Pequim com cerimónias quase idênticas. O calendário não foi coincidência: a mensagem foi clara. A China posiciona-se como vértice central do triângulo geopolítico global, evitando escolher lados.

Na política monetária, o grande destaque foi a confirmação de Kevin Warsh como 17.º presidente da Reserva Federal, por 54 votos contra 45, a margem mais estreita de sempre para este cargo. Warsh assume funções numa conjuntura particularmente exigente, marcada por inflação persistente, crescimento a desacelerar e pressão política crescente sobre a instituição. As atas da Fed e do BCE vieram confirmar o que o mercado já suspeitava: há mais membros do que o esperado dispostos a apertar as condições monetárias, e menos dispostos a cortar. Esta leitura foi reforçada fora dos grandes blocos, com a Austrália e a Noruega a subirem taxas em maio, tornando-se o segundo e terceiro bancos centrais do G10 a fazê-lo neste ciclo. O tom dominante entre os principais bancos centrais é inequívoco: cortes de taxas, a curto prazo, continuam afastados.

Ao nível macroeconómico, maio voltou a evidenciar um padrão já visível nos meses anteriores. O choque inflacionista foi global, mas o choque de crescimento não. Os Estados Unidos mantiveram uma trajetória de expansão, com a procura interna a crescer 2,4% no primeiro trimestre. O mercado de trabalho continuou resiliente: abril surpreendeu com 115 mil novos empregos (quase o dobro do esperado) e março foi revisto em alta para 185 mil. Também o Japão apresentou dados acima das expectativas, tanto em PIB como em exportações. Em contraste, a Zona Euro permaneceu fragilizada: o PMI composto caiu para 47,5, segundo mês consecutivo de contração, com abrandamento nos serviços, pressão nos preços e consumidores penalizados pelo choque energético.

Para os mercados, o termo que melhor resume o estado de maio, foi o FEMO - *Fabulous Earnings Momentum*. O paralelo com o FOMO – *Fear Of Missing Out* - da bolha tecnológica de 2000 é deliberado, mas a mensagem é oposta. Não é o “medo de ficar de fora”, mas sim os resultados a suportarem as valorizações, com cerca de 90% das empresas do S&P 500 a bater as estimativas dos analistas. Durante o mês, a obsessão do mercado concentrou-se nos semicondutores de memória, os “chips” que armazenam os dados processados pela inteligência artificial e que se tornaram um

estrangulamento crítico neste *boom* de investimento. Empresas como a SK Hynix e a Micron Technology atingiram capitalizações bolsistas superiores a um bilião de dólares. Quem controla a memória controla o ritmo de expansão da IA, e o mercado está a precificar esse controlo “a preço de ouro”. A reforçar o “sentiment”, a SpaceX anunciou a sua entrada em bolsa no Nasdaq para junho, o que será o maior IPO da história.

No mercado obrigacionista, maio foi um mês de dois tempos. A meio do mês, as *yields* das obrigações soberanas subiram de forma sincronizada nas principais economias, impulsionadas, principalmente, por dados de inflação acima do esperado em vários países. A recuperação nas últimas sessões do mês foi suficiente para inverter o saldo mensal para positivo, sobretudo na dívida soberana. Os *spreads* de crédito comprimiram novamente, aproximando-se de mínimos do ciclo, enquanto a dívida emergente beneficiou da ligeira fraqueza do dólar na reta final do mês.

Nos mercados acionistas, maio foi um mês de valorizações expressivas e apetite pelo risco, mas com liderança setorial muito concentrada. A tecnologia e os semicondutores dominaram, com o tema da inteligência artificial a gerar movimentos de preço cada vez mais exuberantes, em alguns casos com contornos parabólicos. A Europa mostrou fraqueza relativa. Já os mercados emergentes e o Japão destacaram-se positivamente.

Nas matérias-primas, o petróleo caiu cerca de 16%, refletindo a expectativa de resolução do conflito, apesar de o Estreito de Ormuz se manter formalmente fechado. O cobre subiu mais de 5%, suportado pela convicção de que a expansão de centros de dados irá impulsionar a procura estrutural. Já os metais preciosos tiveram um mês negativo, penalizados pela perspectiva de taxas de juro elevadas por mais tempo, um ambiente historicamente adverso para o ouro.

No mercado cambial, dólar apreciou ligeiramente, embora o EUR/USD tenha permanecido sem uma tendência definida, refletindo um equilíbrio instável: por um lado, a pressão inflacionista na Europa, que sugere taxas mais altas; por outro, a resiliência da economia norte-americana, que continua a sustentar o dólar. No Japão, as autoridades intervieram de forma agressiva: cerca de 73 mil milhões de dólares, na tentativa de travar a desvalorização do iene, com eficácia limitada, mantendo-se a moeda próxima dos 160 por dólar.

Maio voltou a expor uma divergência estrutural: enquanto os mercados acionistas atingem novos máximos e *Wall Street* celebra, a confiança do consumidor mantém-se deprimida. Quem detém ativos financeiros beneficia desta valorização; quem não está exposto continua a sentir a erosão do poder de compra no dia a dia. Num ambiente onde o fosso entre mercados e economia real se aprofunda, onde regressam as comparações com bolhas passadas e o entusiasmo começa a substituir a análise, o papel da gestão ativa permanece inalterado: navegar com disciplina, distinguir ruído de sinal e manter o foco na realidade que os índices muitas vezes não mostram.

Mercado Acionista

Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	208,93	2,56%	5,71%	13,92%	37,60%	41,39%
MSCI World	425,67	4,92%	10,51%	22,49%	58,69%	71,28%
Eurostoxx 50	5 190,62	2,33%	5,54%	14,53%	32,23%	50,93%
Eurostoxx 600	626,00	2,41%	5,71%	14,09%	38,57%	40,12%
DAX	25 104,70	3,34%	2,51%	4,61%	60,27%	62,79%
CAC40	8 183,34	0,84%	0,42%	5,57%	15,28%	26,93%
IBEX35	18 362,90	3,27%	6,10%	29,75%	102,90%	100,71%
PSI	9 076,53	-2,87%	9,84%	22,85%	58,42%	75,22%
AEX	1 034,93	2,06%	8,79%	12,14%	38,20%	45,90%
FTSE100	10 409,28	0,29%	4,81%	18,66%	39,79%	48,23%
MIB	50 036,75	3,71%	11,33%	24,82%	92,07%	98,79%
OMX	3 138,09	2,54%	8,85%	25,72%	40,41%	39,98%
SWISS	13 542,66	3,09%	2,07%	10,76%	20,72%	19,18%
S&P500	7 580,06	5,15%	10,73%	28,22%	81,35%	80,30%
DOW JONES	51 032,46	2,78%	6,18%	20,73%	55,07%	47,79%
NASDAQ	30 333,18	10,49%	20,13%	42,14%	112,80%	121,63%
NIKKEI225	66 329,50	11,88%	31,76%	74,71%	114,74%	129,83%
HANG SENG	25 182,39	-2,30%	-1,75%	8,13%	38,10%	-13,62%

Câmbios

Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,17	-0,61%	-0,73%	2,75%	9,08%	-4,35%
EUR/GBP	0,87	0,46%	-0,62%	2,68%	0,81%	0,84%
EUR/CHF	0,91	-0,68%	-2,20%	-2,44%	-6,47%	-17,00%
EUR/NOK	10,77	-0,82%	-9,05%	-7,00%	-9,11%	5,48%
EUR/JPY	185,68	1,07%	0,92%	13,61%	24,68%	38,65%

Commodities

Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	92,05	-19,26%	51,27%	44,05%	26,69%	32,20%
Crude	87,36	-16,86%	52,14%	43,71%	28,30%	31,72%
Ouro	4 560,50	-1,17%	5,43%	38,66%	132,22%	139,71%
Prata	75,62	2,83%	7,82%	129,89%	222,13%	170,12%
Cobre	6,36	7,32%	12,96%	36,69%	75,14%	35,81%
BBG Agriculture*	27,25	-2,78%	6,78%	2,06%	33,19%	46,58%

*Exchange Trade Note

Obrigações

Indice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	53,42	0,81%	-0,82%	-0,95%	4,27%	-10,40%
Markit Euro HY*	80,31	-0,09%	-0,40%	0,93%	8,37%	-7,88%
Benchmark Euro Govt 10Y	99,65	0,83%	1,88%	-0,33%	-0,52%	-2,12%
BBG Global Treasury*	83,85	0,00%	0,00%	-1,82%	-8,98%	-8,31%
Markit iBoxx USD Liquid Inves	87,73	1,36%	-0,27%	-1,49%	-8,29%	-14,98%
BBG US Corp HY*	96,77	-0,06%	-0,45%	0,90%	6,53%	-11,15%
Benchmark US Treasury 10Y	0,99	1,28%	0,40%	0,51%	1,36%	-1,14%

*Exchange Trade Funds

Yields	31/05/2026	30/04/2026	31/12/2025	31/05/2025	31/05/2023	31/05/2021
Benchmark Euro Govt 10Y	2,94%	3,04%	2,86%	2,50%	2,28%	-0,19%
Benchmark US Treasury 10Y	4,45%	4,39%	4,15%	4,42%	3,64%	1,59%