



GOLDEN SGF

Julho foi um dos meses mais agitados do ano! O S&P 500 terminou o mês praticamente inalterado, mas o resultado não espelha o percurso atribulado nas bolsas ao longo do mês. Desde a escalada de tensões no Médio Oriente, uma reunião da Reserva Federal que desencadeou a sessão mais negativa desde abril de 2025 e uma recuperação violenta nas duas últimas sessões, que apagou grande parte das perdas que se tinham acumulado ao longo de todo o mês. Em simultâneo, o S&P 500 *equal-weighted* - uma versão do índice em que todas as empresas têm o mesmo peso, independentemente da sua dimensão - permaneceu próximo de máximos históricos durante quase todo o período, sinalizando que o atual mercado acionista continua a alargar a sua base de participação. É um sinal claro de que o *bull market* não está a encolher, está a alargar-se. Este alargamento esteve ligado ao tema da Inteligência Artificial (AI), que concentrou a liderança nas bolsas nos últimos trimestres, começando a mostrar sinais crescentes de fadiga, empurrando a atenção para setores e geografias que tinham ficado para trás.

A geopolítica continuou a dominar as atenções. O mês arrancou com sinais de estabilização no Médio Oriente, refletidos na reabertura gradual do Estreito de Ormuz e no recuo dos preços do petróleo. Contudo, o cenário deteriorou-se rapidamente. O cessar-fogo entre os Estados Unidos e o Irão colapsou, depois de ataques iranianos contra embarcações na região de Ormuz e contra posições norte-americanas na Jordânia. Em paralelo, os *Houthis* intensificaram as perturbações no Estreito de *Bab al-Mandab*, agravando os riscos para o comércio marítimo global. Em paralelo, a cimeira da NATO em Ancara reforçou o apoio de longo prazo à Ucrânia e colocou a indústria de defesa no centro das discussões. E, ainda, Trump voltou às tarifas – sobre Brasil, Canadá, medicamentos genéricos - confirmando que o instrumento (tarifas) nunca saiu da mesa. A reação dos mercados energéticos foi imediata. O *Brent* aproximou-se dos 100 dólares por barril e os combustíveis registaram aumentos expressivos, impulsionados pelo alargamento das margens de refinação. A combinação entre os constrangimentos logísticos no Médio Oriente e os ataques às infraestruturas de refinação russas continuou a limitar a oferta de produto refinado. Consequentemente, a inflação energética poderá revelar-se mais persistente do que o mercado antecipava, especialmente na Europa.

Entretanto, a cimeira da NATO reforçou o compromisso de longo prazo com a Ucrânia e voltou a colocar o setor da defesa no centro das atenções. Simultaneamente, Donald Trump retomou a sua estratégia de pressão comercial através de novas tarifas sobre vários parceiros económicos, lembrando aos investidores que os riscos protecionistas continuam presentes.

Na política monetária, a reunião da FED foi o principal catalisador do mês. As taxas de juro permaneceram inalteradas, mas a decisão contou com três votos dissidentes e foi acompanhada por um discurso considerado relativamente restritivo. Antes da reunião, os mercados chegaram inclusivamente a atribuir uma probabilidade próxima de 34% a uma subida de taxas, algo invulgarmente elevado para uma reunião sem alterações. A postura reservada do novo Presidente, Kevin Warsh, contrastou com a previsibilidade da era Powell. A ausência de orientações claras para setembro foi interpretada como um sinal de maior tolerância face a níveis de inflação mais elevados, contribuindo para uma subida das *yields* de longo prazo. A taxa das obrigações do Tesouro norte-americano a 30 anos atingiu o nível mais elevado desde 2007. Na Europa, o BCE manteve

igualmente as taxas inalteradas, mas deixou em aberto a possibilidade de novas medidas restritivas caso as pressões inflacionistas persistam.

A época de resultados confirmou que o grau de exigência dos investidores continua a aumentar. Não basta bater as estimativas de consenso, é preciso bater os *whisper numbers*. Resultados que ficaram ligeiramente abaixo dessas expectativas, mesmo com crescimento homólogo expressivo, foram castigados de forma desproporcional. O tema da IA manteve-se central. A *startup* chinesa Moonshot apresentou o Kimi-K3, um modelo que poderá rivalizar com os líderes ocidentais a uma fração do custo. Se modelos open-source, mais baratos, conseguem fazer o mesmo que modelos muito mais caros, ou perto disso, a pergunta que se impõe é incómoda: "bom o suficiente" pode ser suficiente?! A discussão sobre o retorno dos investimentos massivos fica assim cada vez mais em aberto.

No mercado acionista, a rotação que temos acompanhado desde o início do ano confirmou-se em julho, com uma clareza difícil de ignorar. A dispersão geográfica e setorial foi particularmente expressiva. A Europa constituiu a principal exceção positiva, com o Stoxx 600 a destacar-se, muito impulsionado pela Alemanha - onde a coligação Merz aprovou um pacote de 34 reformas estruturais. Os mercados emergentes (nomeadamente Coreia do Sul) registaram a queda mais acentuada, refletindo a sua elevada exposição aos semicondutores – o setor mais penalizado do mês, à medida que as dúvidas sobre a sustentabilidade do atual ritmo de investimentos em AI começaram a pesar nas avaliações.

Nos mercados obrigacionistas, as *yields* subiram de forma transversal, com maior expressão na Europa, onde os soberanos lideraram as perdas. A França voltou ao radar: o desenvolvimento judicial em torno de Marine Le Pen alargou o *spread* das *yields* francesas face aos *Bunds* (*yields* alemãs), reintroduzindo um risco político que o mercado tinha colocado de lado. A dívida corporativa *investment grade* mostrou resiliência, com os prémios de risco a manterem-se comprimidos e perto dos mínimos do ciclo. É uma distinção que diz algo sobre o estado do mercado: os investidores estão mais exigentes com os Estados do que com as empresas.

As matérias-primas foram uma das classes de ativos com melhor desempenho. O petróleo valorizou cerca de 20%, num contexto de elevada volatilidade e crescente preocupação com a segurança das rotas marítimas globais. Os produtos agrícolas também beneficiaram dos constrangimentos logísticos que continuam a afetar o comércio no Mar Negro. Já os metais preciosos terminaram o mês praticamente inalterados, pressionados pela subida das *yields* reais. No cambial, o dólar terminou julho em baixa, depois de ter passado grande parte do mês sem tendência definida. O momento de viragem veio no dia 30: o Japão interveio no mercado cambial para defender o *iene* - alegadamente em conluio com o Tesouro norte-americano - numa operação que, combinada com a reação à reunião da Fed, empurrou o EUR/USD acima de 1.15, níveis não vistos desde meados de junho.

Julho terminou como começou: envolto em incerteza. Ainda assim, sob este manto de volatilidade, os mercados deixaram uma mensagem relevante. O capital não abandonou os ativos de risco; limitou-se a mudar de lugar. A rotação entre setores, estilos e geografias continua a definir o comportamento do mercado e, como frequentemente acontece, são precisamente estes períodos de transição que criam as melhores oportunidades para a gestão ativa.

Mercado Acionista

Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
MSCI Europe	216,97	0,90%	9,78%	19,19%	37,16%	42,05%
MSCI World	430,26	-0,17%	11,70%	18,32%	51,61%	62,79%
Eurostoxx 50	5 454,39	0,71%	10,91%	22,07%	34,56%	53,39%
Eurostoxx 600	649,19	1,16%	9,63%	18,88%	37,73%	40,60%
DAX	25 629,24	2,53%	4,65%	6,50%	55,83%	64,88%
CAC40	8 509,64	1,26%	4,42%	9,49%	13,50%	28,69%
IBEX35	19 782,90	1,60%	14,30%	37,41%	105,18%	128,03%
PSI	9 116,04	-0,18%	10,31%	18,21%	48,58%	81,35%
AEX	1 099,18	1,76%	15,55%	21,85%	38,79%	45,72%
FTSE100	10 868,05	3,53%	9,43%	19,00%	41,15%	54,54%
MIB	52 172,53	0,95%	16,08%	27,29%	75,99%	105,70%
OMX	3 246,92	1,36%	12,62%	25,85%	44,25%	37,01%
SWISS	14 346,14	1,07%	8,13%	21,21%	26,85%	18,40%
S&P500	7 489,72	-0,13%	9,41%	18,15%	63,21%	70,40%
DOW JONES	52 485,03	0,32%	9,20%	18,93%	47,60%	50,23%
NASDAQ	28 274,20	-6,61%	11,98%	21,78%	79,44%	89,00%
NIKKEI225	64 362,02	-8,14%	27,86%	56,71%	94,02%	135,90%
HANG SENG	25884,43	13,13%	0,99%	4,49%	28,91%	-0,30%

Câmbios

Par Cambial	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
EUR/USD	1,15	0,93%	-1,86%	0,98%	4,86%	-3,02%
EUR/GBP	0,85	-0,74%	-1,93%	-1,09%	-0,21%	0,40%
EUR/CHF	0,93	0,91%	0,08%	0,47%	-2,84%	-13,51%
EUR/NOK	10,91	-3,56%	-7,92%	-7,44%	-2,08%	5,07%
EUR/JPY	182,05	-1,94%	-1,05%	5,81%	16,36%	39,92%

Commodities

Futuros	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
Brent	90,12	23,59%	48,10%	24,25%	5,33%	18,50%
Crude	84,67	21,83%	47,46%	22,25%	3,51%	15,01%
Ouro	4 049,10	0,65%	-6,39%	22,95%	105,49%	121,12%
Prata	57,59	-3,17%	-17,88%	57,56%	131,72%	123,53%
Cobre	6,44	3,93%	14,32%	48,62%	61,12%	42,39%
BBG Agriculture*	27,51	3,15%	7,80%	6,22%	25,44%	43,88%

*Exchange Trade Note

Obrigações

Índice	Fecho	MTD	YTD	Var.1Y	Var.3Y	Var.5Y
BBG Euro Corp*	53,13	-1,02%	-1,36%	-2,25%	3,02%	-12,31%
Markit Euro HY*	79,48	-0,61%	-1,43%	-1,12%	5,27%	-9,52%
Benchmark Euro Govt 10Y	98,23	-2,05%	0,43%	-0,97%	-0,41%	-6,23%
BBG Global Treasury*	83,85	0,00%	0,00%	-1,97%	-4,64%	-12,91%
Markit iBoxx USD Liquid Inves	85,75	-3,54%	-2,52%	-4,13%	-7,26%	-21,75%
BBG US Corp HY*	95,68	-0,72%	-1,57%	-1,25%	3,16%	-12,84%
Benchmark US Treasury 10Y	0,98	-1,57%	-0,71%	-1,07%	2,89%	-5,30%

*Exchange Trade Funds

Yields	31/07/2026	30/06/2026	31/12/2025	31/07/2025	31/07/2023	31/07/2021
Benchmark Euro Govt 10Y	3,21%	2,86%	2,86%	2,69%	2,46%	-0,45%
Benchmark US Treasury 10Y	4,75%	4,42%	4,15%	4,36%	3,96%	1,27%