

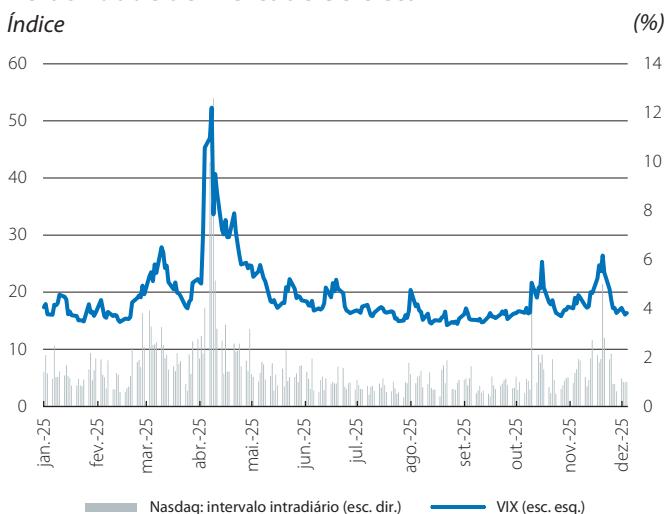
Os receios do mercado acionista são substituídos pelo otimismo da Fed

A volatilidade retorna. O mês de novembro foi dominado por um notável pico de volatilidade no mercado bolsista, no meio de preocupações sobre uma possível exuberância em torno dos investimentos em inteligência artificial nos EUA e das elevadas valorizações das grandes empresas tecnológicas. O índice de volatilidade do mercado bolsista norte-americano (VIX) recuperou para níveis não observados desde abril, e o Nasdaq registou o seu dia mais brusco desde então, com uma oscilação intradiária de até 5%. Em grande parte do mês, o tom dominante foi de aversão ao risco, com quedas generalizadas nos principais índices de ações mundiais. Contudo, o sentimento recuperou no final de novembro, com a expectativa de que a Reserva Federal dos EUA poderia continuar a reduzir as taxas de juro em dezembro a ganhar força. Com esta expectativa, as *yields* dos títulos do Tesouro dos EUA desceram. Porém, o foco final deslocou-se para o Japão, onde as preocupações com as perspetivas orçamentais empurraram as *yields* de longo prazo para máximos históricos.

As expectativas de redução das taxas de juro nos EUA estão a aumentar. A decisão de dezembro da Reserva Federal tem estado envolta em grande incerteza devido, primeiramente, à falta de dados oficiais causada pela paralisação do Governo federal e, em segundo lugar, à crescente divisão interna entre os membros do Conselho de Administração sobre a trajetória adequada das taxas de juro (dado o contexto atual de arrefecimento do mercado de trabalho e pressões ascendentes sobre a inflação). Porém, no final de novembro, a publicação de inquéritos sobre a confiança dos consumidores algo deteriorados, a queda do emprego refletida nos dados relativos aos salários dos trabalhadores do setor privado e o fraco crescimento das vendas a retalho, juntamente com a mudança de sentimento de alguns membros no sentido de posições mais acomodatícias, cimentaram a expectativa de uma redução da taxa em dezembro (que deixaria a taxa de referência no intervalo 3,50%-3,75%). Surgiu também a informação de que o Presidente Trump já decidiu a sua nomeação para o futuro presidente da Fed, em substituição de Jerome Powell (cujo mandato como presidente termina em maio próximo, embora o seu cargo no Conselho só termine em 2028). Embora Trump não tenha revelado formalmente o nome do seu sucessor, as casas de apostas têm Kevin Hassett, o atual chefe do Conselho Económico Nacional dos EUA, como o favorito absoluto, alimentando as expectativas de que as taxas continuarão a cair para valores neutros no próximo ano. Pelo contrário, as expectativas em relação ao BCE permaneceram ancoradas, com o mercado a atribuir uma probabilidade próxima de 0% a um corte em dezembro e a manter a taxa *depo* cotada em cerca de 2% durante todo o ano de 2026, num contexto de inflação praticamente dentro do objetivo e de riscos inflacionistas equilibrados em ambas as direções.

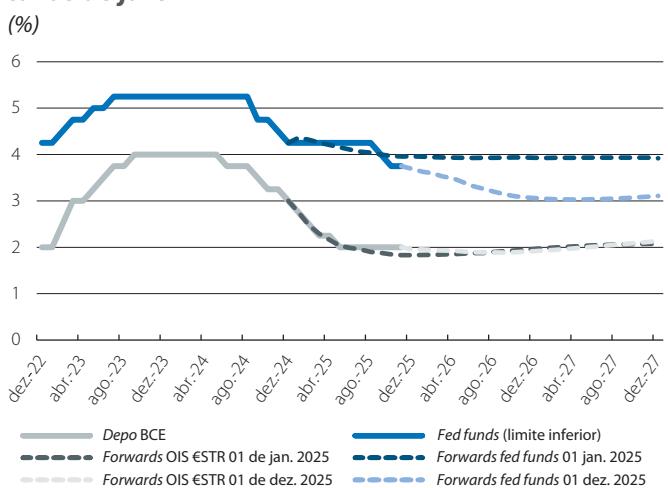
O Japão como foco nos mercados de dívida soberana. No Japão, a crescente expectativa de uma expansão orçamental impulsiona da pelo novo Governo japonês, e a consequente preocupação com a dívida pública, desencadeou uma forte venda de obrigações soberanas, que levou a rendibilidade soberana a 30 anos para máximos históricos (cerca de 3,5%), acumulando uma subi-

Volatilidade do mercado bolsista



Nota: o intervalo intradiário refere-se à diferença entre o máximo e o mínimo observados no dia.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expectativas do mercado relativamente às taxas de juro



Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Reserva Federal dos EUA e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 30 anos

Variação acumulada (p. b., 0 = 01/01/2025)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

da de cerca de 100 p. b. no ano. O aumento do índice de referência a 2 anos, que ultrapassou 1,0%, o nível mais elevado desde 2007, foi então reforçado pela percepção de uma possível subida das taxas de juro pelo Banco do Japão (os mercados estão a prever uma subida em dezembro e outra no final de 2026 com uma probabilidade de 100%). Noutras economias, a dívida soberana manteve uma dinâmica menos brusca. O *bund* alemão recuperou cerca de 10 p. b. até ao início de dezembro, enquanto os prémios de risco da periferia da Zona Euro diminuíram ligeiramente, apoiados por uma revisão positiva da qualidade de crédito da Itália (a Moody's melhorou a Itália, pela primeira vez em 23 anos, de Baa3 para Baa2, citando a estabilidade política e os progressos nos planos de recuperação). Nos EUA, as rentabilidades desceram com o reforço das expetativas de uma redução da Fed em dezembro. O prazo a 2 anos recuou cerca de 5 p. b.

O iene japonês em foco. Neste contexto, o iene enfraqueceu em relação ao dólar, à medida que as *yields* dos títulos do Tesouro japoneses recuperavam fortemente. Contudo, o movimento foi posteriormente moderado à medida que os mercados começaram a descontar a possibilidade de uma subida das taxas pelo Banco do Japão antes do final do ano, e o iene acabou por se desvalorizar 1,5%. O cruzamento euro/dólar manteve-se relativamente estável, sendo transacionado entre 1,15 e 1,16 dólares por euro, fixando-se em 1,16, com o reforço das expetativas de um próximo corte das taxas da Fed.

Um mês de vaivém nos mercados acionistas devido ao nervosismo das empresas tecnológicas e às expetativas da Fed. Este mês foi marcado por episódios de grande volatilidade e um sentimento geral de pessimismo, especialmente face às elevadas valorizações do setor tecnológico. O forte *rally* iniciado em abril fez uma pausa e a maioria dos índices globais registou quedas durante a maior parte de novembro, lideradas pelos setores mais cíclicos (tecnologia, indústria), enquanto os setores defensivos (cuidados de saúde, recursos básicos e consumo não cíclico) apresentaram um desempenho relativamente superior. Todavia, a expetativa de um corte por parte da Fed reativou a apetência pelo risco e os índices começaram a recuperar no final do mês, com as subidas lideradas por estes setores mais cíclicos. Globalmente, o S&P 500 terminou o mês praticamente estável, o Nasdaq terminou com ligeiras perdas e os índices da Zona Euro foram mistos. O IBEX 35 fechou claramente em terreno positivo e ultrapassou a média europeia, impulsionado pelo bom desempenho dos setores financeiro e dos materiais.

Negociações de paz na Ucrânia fazem baixar os preços da energia. Os preços das matérias-primas energéticas registaram descidas generalizadas em novembro. Apesar das sanções impostas pelos EUA às duas maiores empresas petrolíferas russas e do anúncio da OPEP de que deixará de aumentar a produção no 1T 2026, os preços continuaram a cair na expetativa da possível assinatura de um cessar-fogo ou de um acordo de paz entre a Rússia e a Ucrânia. A referência de gás TTF desceu abaixo dos 30 euros/MWh pela primeira vez em mais de um ano e meio, e o preço do petróleo Brent fechou o mês dois dólares abaixo dos níveis de outubro, em cerca de 63 dólares. Em contrapartida, os metais tiveram um mês positivo, num contexto de aumento da volatilidade e de procura por ativos de refúgio. O ouro recuperou, atingindo os 4.200 dólares por onça no início de dezembro, aproximando-se dos máximos de outubro. A prata atingiu um máximo histórico de 58,5 dólares por onça e acumulou ganhos de quase 95% até agora este ano.

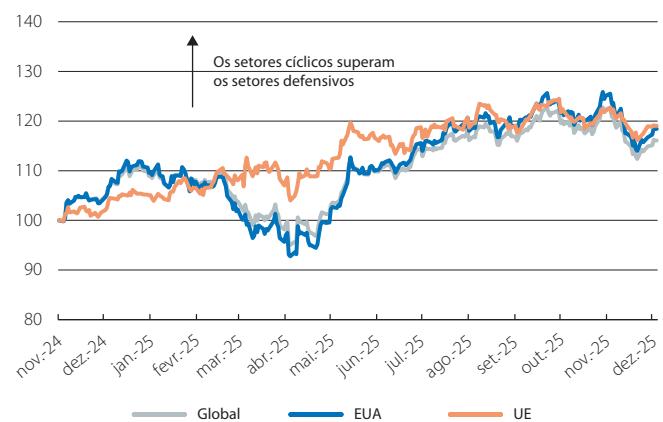
Moedas face ao dólar



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Bolsa: desempenho dos setores cíclicos vs. defensivos

Índice (100 = 01/11/2024)



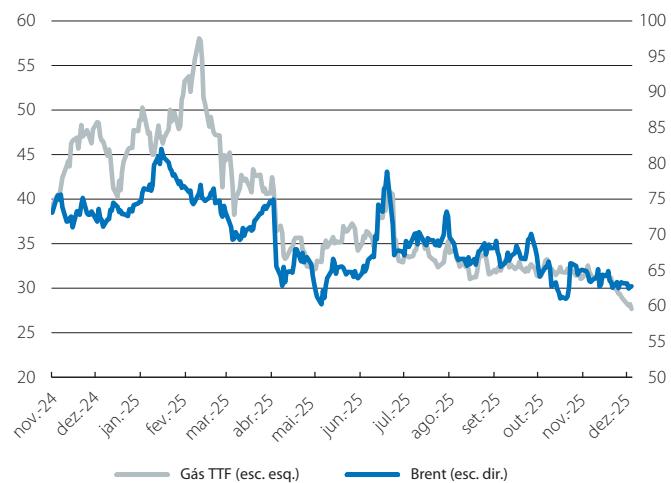
Notas: Desempenho relativo calculado como a razão entre o valor do índice cíclico e o do índice defensivo. Para os EUA e a nível mundial, os índices são propriedade da MSCI; para a UE, do STOXX 600.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preços das matérias-primas energéticas

(Euro/MWh)

(Dólar/barril)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Taxas de juro (%)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euribor 3 meses	2,06	2,04	2	-65,4	-87,4
Euribor 12 meses	2,21	2,20	1	-25,1	-25,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	1,88	9	-27,6	-27,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,03	1,97	6	-5,3	7,8
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,69	2,63	6	32,2	60,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,16	3,14	2	10,3	37,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,01	2,99	1	15,7	46,6
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	3,75	0	-50,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,79	3,89	-10	-51,8	-67,9
Dívida pública a 1 ano	3,59	3,68	-9	-55,2	-68,8
Dívida pública a 2 anos	3,49	3,57	-8	-75,2	-66,2
Dívida pública a 10 anos	4,01	4,08	-6	-55,6	-15,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	55	-2	-4,8	-3,1
Itraxx Financeiro Sénior	57	59	-2	-7,2	-5,9
Itraxx Financeiro Subordinado	97	100	-3	-15,0	-13,8

Taxas de câmbio

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,160	1,154	0,5	12,0	9,7
EUR/JPY (ienes por euro)	181,160	177,670	2,0	11,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,877	-0,1	5,9	5,5
USD/JPY (ienes por dólar)	156,180	153,990	1,4	-0,6	4,3

Matérias-primas

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	110,4	107,3	2,9	11,8	12,5
Brent (\$/barril)	63,2	65,1	-2,9	-15,3	-13,4
Ouro (\$/onça)	4.239,4	4.002,9	5,9	61,5	60,4

Mercado acionista

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.849,1	6.840,2	0,1	16,4	13,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.668,2	5.662,0	0,1	15,8	18,0
Ibex 35 (Espanha)	16.371,6	16.032,6	2,1	41,2	40,6
PSI 20 (Portugal)	8.110,7	8.427,0	-3,8	27,2	26,4
Nikkei 225 (Japão)	50.253,9	52.411,3	-4,1	26,0	31,5
MSCI emergentes	1.366,9	1.401,6	-2,5	27,1	26,7