

A geopolítica não diminui a apetência pelo risco no mercado

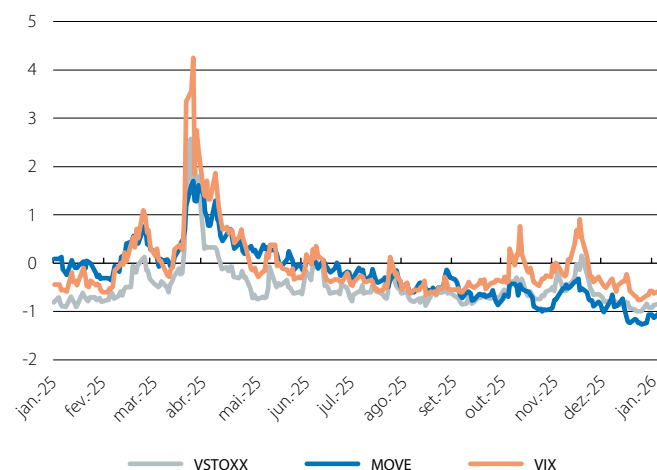
Dezembro encerrou um ano de resiliência económica e de elevada apetência pelo risco. A descida gradual da volatilidade dos principais ativos desde o choque tarifário de abril prosseguiu em dezembro, em paralelo com uma melhoria da liquidez nos EUA (apoiada pelo fim da redução do balanço da Fed) e uma menor restritividade das condições financeiras. No entanto, os riscos ligados à geopolítica e à concentração de investimentos em inteligência artificial (IA) persistem e continuam a condicionar a perceção do risco nos mercados mundiais. Em dezembro, esta apetência dos investidores aumentou na sequência de dados positivos sobre a inflação nos EUA em novembro e, posteriormente, na sequência do corte das taxas da Fed e dos dados robustos sobre o PIB dos EUA no 3T 2025. Os principais índices de ações prolongaram o *rally* iniciado em novembro, apesar da rotação setorial tecnológica dos EUA, enquanto as *yields* dos títulos do Tesouro de longo prazo recuperaram. Relativamente às moedas, o euro consolidou a sua valorização no ano, enquanto nas matérias-primas, o petróleo fechou em mínimos de quatro anos, num mercado dominado pelo excesso de oferta, com os investidores a adotarem uma visão de médio prazo da situação na Venezuela (possível recuperação da produção venezuelana). Além disso, os metais preciosos registaram um *rally* histórico que não foi isento de sobressaltos.

Não há surpresas nos bancos centrais. Em dezembro, o presidente do Fed, Jerome Powell, realizou o terceiro corte do ano e reduziu as taxas para a faixa de 3,50% a 3,75%. O seu presidente, Jerome Powell, sugeriu uma pausa no futuro, observando que a política monetária entrou na faixa do que pode ser considerado território neutro, e deixa a Fed numa boa posição para «esperar e ver» como a economia evolui. Contudo, o mercado continua a descontar dois cortes adicionais em 2026 (*fed funds* a 3,00%-3,25%), apoiado por previsões de crescimento revistas em alta e pela convergência da inflação para o objetivo de médio prazo. Na Zona Euro, o BCE manteve a sua taxa *depo* em 2,00%, reiterando a sua abordagem «reunião a reunião» e apresentando um quadro macroeconómico mais otimista, com um crescimento do PIB mais elevado e uma inflação mais próxima do objetivo. A Presidente Christine Lagarde destacou a inércia dos preços dos serviços e os riscos geopolíticos, enquanto Isabel Schnabel, do Conselho de Administração, enviou mensagens com uma certa tendência para o stress. O mercado espera estabilidade nos próximos trimestres. Em contrapartida, o Banco de Inglaterra reduziu as taxas em 25 p.b. para 3,75% devido à desinflação gradual, enquanto o Banco do Japão (BoJ) subiu as taxas para 0,75%, um máximo de 30 anos, antecipando mais subidas em 2026.

Recuperação generalizada das *yields* de títulos de dívida pública de longo prazo e subida das inclinações. As *yields* soberanas de médio e longo prazo das economias desenvolvidas subiram no final de 2025, impulsionadas pelas mensagens dos bancos centrais (sinais de uma pausa na Reserva Federal, alguns comentários de aperto entre os membros do BCE) e por dados positivos sobre a atividade económica. Em sentido contrário, as taxas de juro de curto prazo mantiveram-se mais estáveis ou flexionaram ligeiramente para baixo, resultando num aumento da inclinação das curvas. Por outro lado, os prémios dos títulos do Tesouro na periferia da Zona Euro estreitaram-se, prolongando

Volatilidade nas principais classes de ativos

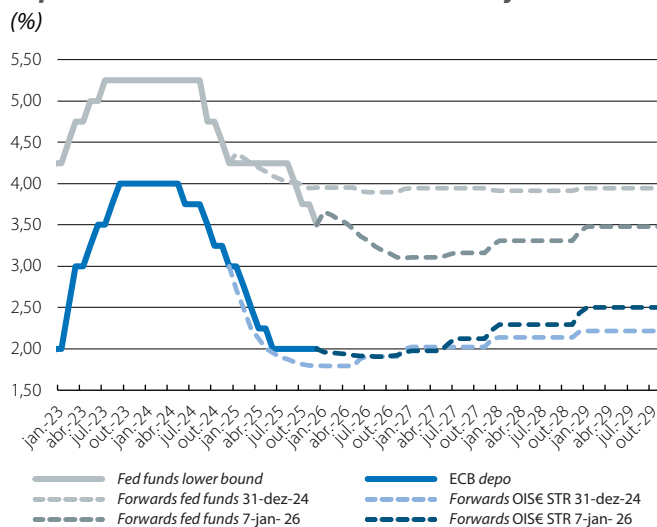
Pontuação zeta (desvios padrão em relação à média histórica)



Nota: A série VStoxx começa em 1999, a MOVE em 1988 e a VIX em 1990.

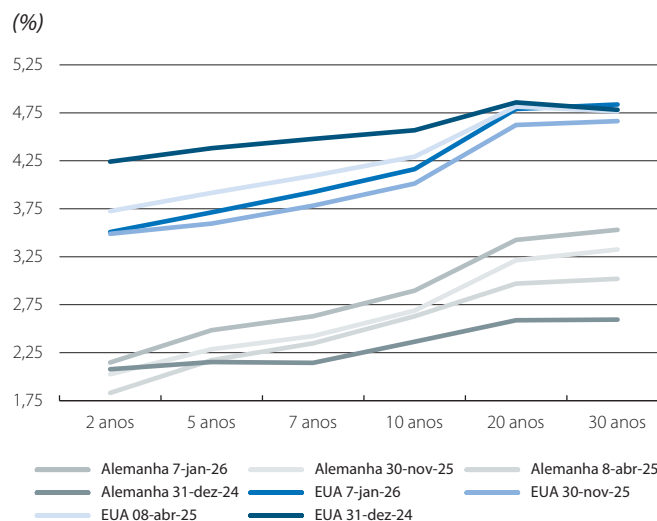
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expetativas do mercado sobre taxas de juro



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

Curvas soberanas dos EUA e Alemanha



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

também a tendência do ano (Itália perto de -50 p. b. em 2025, Espanha quase -30 p. b.). Finalmente, a subida das taxas do BoJ fez subir fortemente a curva japonesa (cerca de 30 pontos base na taxa de referência a 10 anos desde o final de novembro).

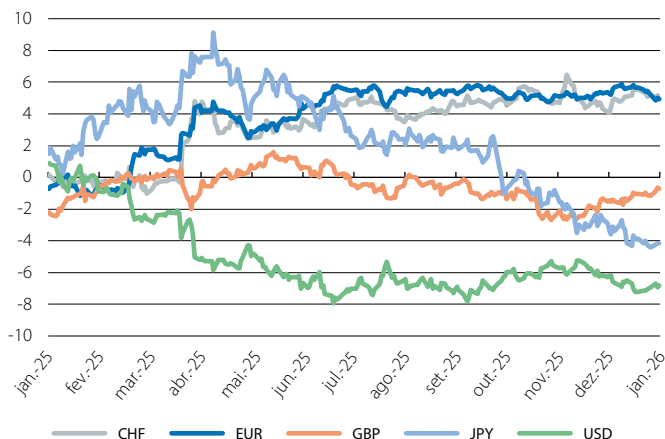
Mercado de ações ganha apesar da cautela dos investimentos em IA. Em dezembro, encerrou-se o terceiro ano consecutivo de ganhos nas principais bolsas mundiais com um mês de ganhos (MSCI ACWI Global superior a 20% em 2025). Nos EUA, a cautela em relação ao elevado investimento em IA pesou sobre os índices tecnológicos em dezembro, embora outros setores, como o financeiro, tenham registado ganhos apoiados pela forte economia. Na Europa, também se registaram ganhos generalizados durante o mês, embora com alguma disparidade regional: o CAC francês subiu apenas ligeiramente e os maiores ganhos foram registados nos índices italiano e espanhol (sobretudo neste último), devido ao bom desempenho dos bancos. A bolsa japonesa também fechou um mês (e um ano) de ganhos, graças ao forte desempenho do setor tecnológico, a um iene mais fraco e aos planos de estímulo do governo. O tom positivo também prevaleceu nas bolsas das economias emergentes, com ganhos anuais de mais de 30% no bloco como um todo e aumentos notáveis tanto na Ásia emergente quanto na América Latina.

O euro consolida a sua apreciação anual em dezembro. A taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) do euro avançou ligeiramente no mês (0,1%, valor de referência do BCE em relação a um vasto grupo de países), consolidando uma apreciação de pouco mais de 5% no ano. Porém, em dezembro, o euro consolidou a sua apreciação face ao dólar americano (para cerca de 1,17-1,18 dólares por euro), ao mesmo tempo que abrandou ligeiramente face à força das moedas mais expostas às matérias-primas mineiras (moedas latino-americanas ou dólar australiano) e à de outras moedas europeias (libra esterlina ou coroa sueca). O iene, por seu lado, registou mais um mês de depreciação da sua taxa de câmbio efetiva nominal (embora tenha permanecido praticamente estável face ao dólar), apesar das expectativas de que o BoJ continuará a aumentar as taxas em 2026 (os mercados monetários estão a prever mais uma ou duas subidas).

As matérias-primas energéticas estão a ficar mais baratas na Europa, enquanto os metais continuam o seu rally. O petróleo começou o último mês do ano com ligeiras subidas devido às tensões geopolíticas, mas corrigiu face às previsões de excesso de oferta e ao possível regresso da Rússia ao mercado. Também a perspectiva de um eventual regresso do crude venezuelano (sem as sanções dos EUA e quando a capacidade de produção recuperar) fez com que, no início de 2026, o crude Brent se situasse em cerca de 60 dólares por barril, o valor mais baixo desde 2021. O benchmark europeu de gás natural também prolongou a sua tendência descendente, num contexto de normalização após a crise energética de 2022 (perto de -40% no ano), num contexto de oferta abundante e de sinais de fraca procura asiática. Os metais preciosos voltaram a estar em destaque, em particular a prata, que registou uma forte subida em dezembro (quase +30%), embora não sem volatilidade. O excecional desempenho dos metais preciosos no ano foi explicado pela elevada incerteza do ambiente geopolítico e económico no conjunto do ano, para além do aumento das compras dos bancos centrais, dos desequilíbrios estruturais da oferta e da procura ou da depreciação do dólar. Entre os metais industriais, o cobre e o níquel registaram uma forte recuperação devido às expectativas de estímulos na China.

Taxas de câmbio efetivas nominais das principais moedas

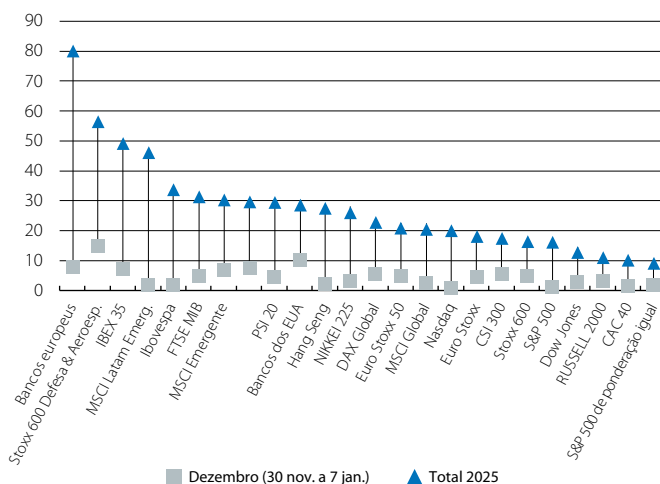
Variação desde 31/12/2024 (%)



Nota: Taxa de câmbio efetiva nominal face a um grupo alargado de países.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Desempenho dos principais índices bolsistas

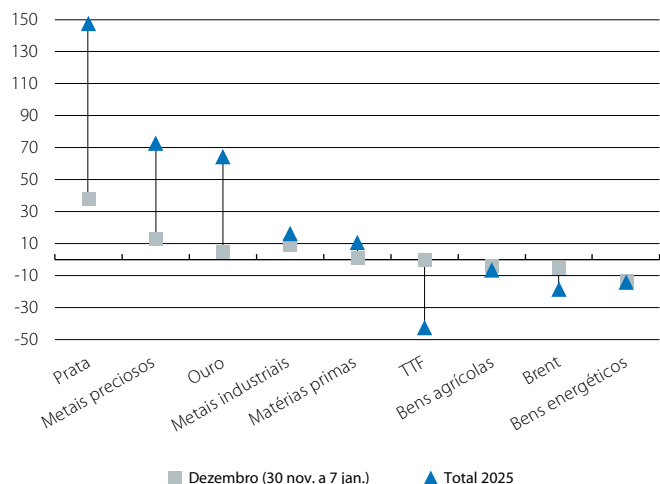
(%)



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

Desempenho das principais matérias-primas

(%)



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

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	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	-100,0
Euribor 3 meses	2,03	2,06	-3	-68,8	-65,2
Euribor 12 meses	2,24	2,21	3	-21,7	-21,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,01	1,97	4	-23,1	-22,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,12	2,03	9	4,0	4,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,86	2,69	17	48,8	48,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,29	3,16	12	22,7	22,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,15	3,01	15	30,2	30,2
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,75	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,65	3,79	-14	-65,3	-65,9
Dívida pública a 1 ano	3,47	3,59	-12	-67,3	-68,4
Dívida pública a 2 anos	3,47	3,49	-2	-76,9	-76,9
Dívida pública a 10 anos	4,17	4,01	15	-40,2	-36,6

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	53	-2	-7,1	-7,2
Itraxx Financeiro Sénior	54	57	-2	-9,4	-9,6
Itraxx Financeiro Subordinado	93	97	-4	-19,2	-20,1

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,175	1,160	1,3	13,4	12,9
EUR/JPY (ienes por euro)	184,010	181,160	1,6	13,0	12,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,872	0,876	-0,5	5,3	5,1
USD/JPY (ienes por dólar)	156,710	156,180	0,3	-0,3	-0,1

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	109,7	110,4	-0,7	11,1	10,9
Brent (\$/barril)	60,9	63,2	-3,7	-18,5	-18,2
Ouro (\$/onça)	4.319,4	4.239,4	1,9	64,6	65,7

Mercado acionista

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.845,5	6.849,1	-0,1	16,4	15,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.791,4	5.668,2	2,2	18,3	18,9
Ibex 35 (Espanha)	17.307,8	16.371,6	5,7	49,3	50,0
PSI 20 (Portugal)	8.263,7	8.110,7	1,9	29,6	29,8
Nikkei 225 (Japão)	50.339,5	50.253,9	0,2	26,2	26,2
MSCI emergentes	1.404,4	1.366,9	2,7	30,6	30,2