

## Os mercados estão a desconectar-se do risco energético?

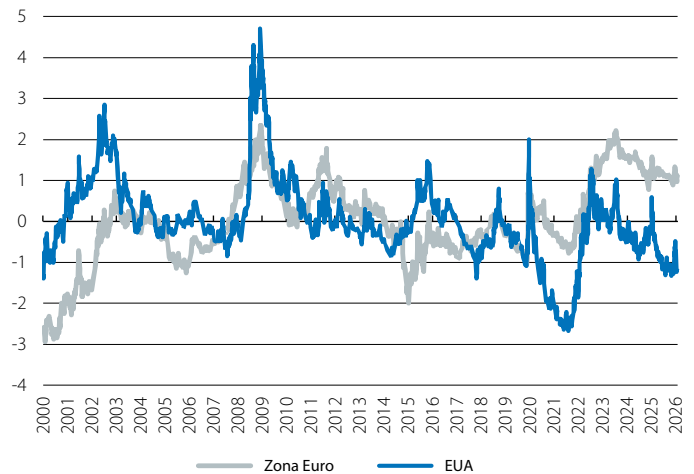
**A incerteza e a apetência pelo risco divergem em abril.** O conflito no Médio Oriente marcou o ritmo dos mercados financeiros, num mês em que a incerteza se manteve muito elevada e a geopolítica continuou a remodelar o panorama económico. Não obstante a trégua militar, os preços da energia e de outros produtos ligados aos hidrocarbonetos e à região (como os adubos e os combustíveis) continuaram a aumentar. Simultaneamente, os bancos centrais confirmaram uma mudança no sentido de uma política monetária gradualmente mais restritiva (quer devido a expectativas de subida das taxas, quer devido a uma pausa nas reduções de taxas anteriormente previstas) e, consequentemente, as taxas de juro soberanas ficaram ancoradas em níveis mais elevados. No entanto, os mercados bolsistas contrariaram esta tendência e os principais índices bolsistas voltaram a registar lucros, impulsionados por um otimismo renovado em torno das empresas de IA, pela publicação de bons resultados empresariais e por uma recuperação do apetite pelo risco.

**A energia ainda está em tensão...** Com o encerramento do Estreito de Ormuz, a Agência Internacional da Energia estima que cerca de 10% do abastecimento mundial de petróleo se perdeu desde março e que esta queda foi amortecida principalmente pelas reservas anteriormente acumuladas. O petróleo Brent manteve-se acima dos \$100 durante grande parte do mês passado e continuou a mostrar uma volatilidade notável, com sessões a descer para pouco menos de \$90 por barril e outras a ultrapassar os \$120. No mercado do gás, a referência europeia TTF foi transacionada na ordem dos 40-50 euros por MWh. Para a média de 2026, os mercados de futuros continuaram a apontar para preços próximos de 90 USD por barril de Brent e 45 EUR por MWh no TTF, representando aumentos de 30% e 40% em relação aos níveis pré-conflito, respetivamente, seguidos de um abrandamento para 75 USD e 35 EUR na média de 2027 (+10% o período anterior ao conflito). Além disso, estas tensões de preços continuaram a repercutir-se nos preços a jusante, com os valores de referência genéricos nos mercados grossistas de gasóleo e de combustível para aviação a aumentarem entre 60% e 80% em relação vs. ao período anterior ao conflito. A níveis semelhantes situou-se a subida dos preços dos adubos (ureia), com receios de repercussão nos preços dos produtos alimentares, que também aumentaram em abril (o índice agrícola da Bloomberg subiu mais de 3% em abril e acumula um pouco mais de 10% no ano).

**...e as bolsas recuperam a apetência pelo risco.** Nos Estados Unidos, o S&P 500 atingiu novos máximos históricos graças ao forte impulso do setor tecnológico e ao avanço dos setores cíclicos (consumo, indústria). A recuperação dos mercados acionistas europeus foi também notável e generalizada e o Stoxx 600 EUR regressou a território positivo no acumulado do ano, enquanto os índices emergentes MSCI acumularam aumentos de cerca de 15% em 2026, tanto na Ásia como na América Latina. Este sentimento foi apoiado por uma época de resultados positivos. No final desta publicação, com mais de 60% e 50% das empresas do S&P 500 e do Stoxx 600 EUR a apresentarem relatórios, nos EUA, entre 70% e 80% das empresas estavam a superar as expectativas de vendas e de resultados, e cerca de 50% estavam a superar as previsões na Europa (em linha com as

### Condições financeiras

Índice (0 = média de 2000-2026)



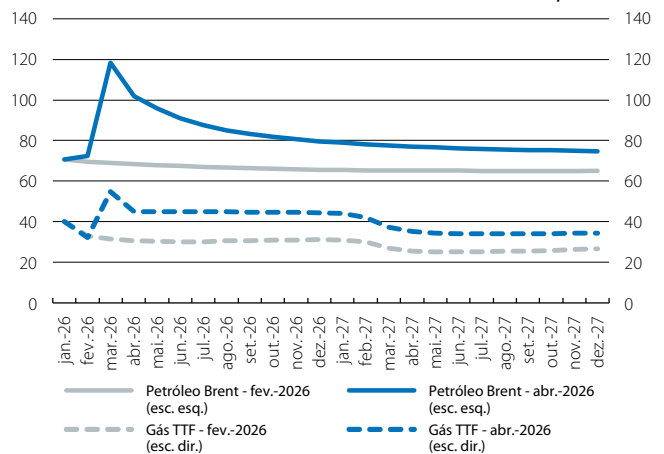
**Nota:** Índices de condições financeiras da Goldman Sachs normalizados pela média e pelo desvio-padrão para 2000-2026.

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

### Petróleo e gás: curvas de futuros

(Dólares por barril)

(Euros por MWh)

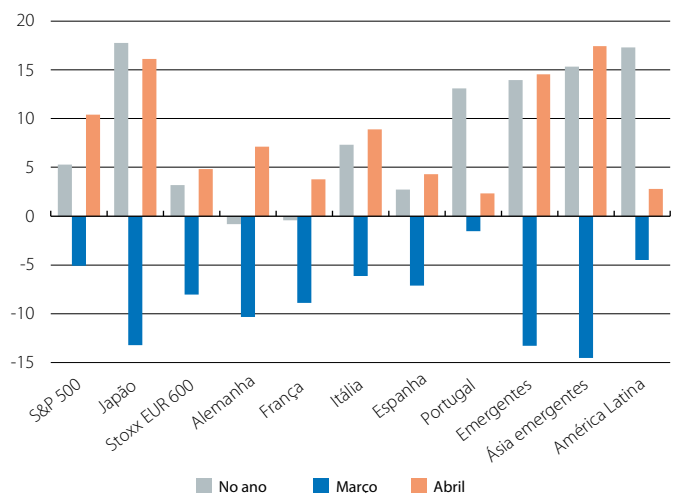


**Nota:** Os preços de referência do petróleo e do gás são futuros com 2 e 1 mês de antecedência, respetivamente (p. ex., os preços para Mar-2026 correspondem a futuros comparados com maio [Brent] e abril [TTF]).

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

### Bolsas internacionais: desempenho em 2026

Varição (%)



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

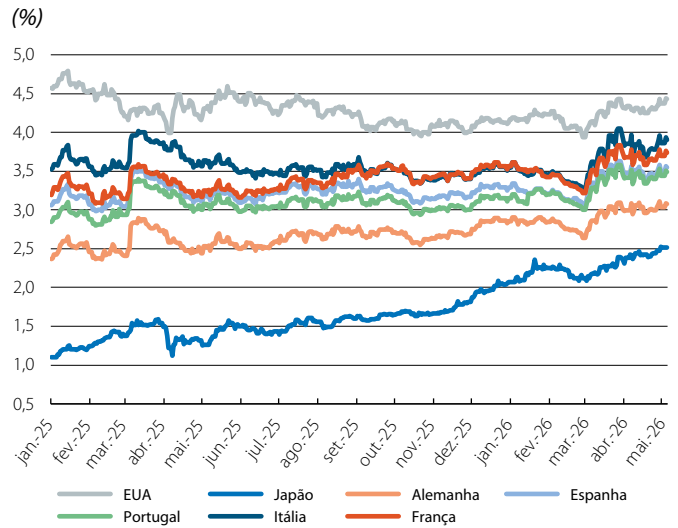
épocas anteriores), enquanto os analistas mantinham expectativas desafiantes de crescimento dos resultados a um ano (de quase 20% e 10% nos EUA e na Europa, respetivamente).

**As taxas de juro consolidam-se em níveis mais elevados.** Nos dois lados do Atlântico, as taxas de juro soberanas continuaram a ser pressionadas pelas expectativas de inflação decorrentes do choque energético do Médio Oriente (os *swaps* cotavam uma inflação a um ano de cerca de 3,5%, tanto nos EUA como na Zona Euro) e pela perspectiva de uma política monetária mais restritiva do que os mercados esperavam antes dos atentados. As taxas soberanas dos EUA e da Alemanha subiram quase 10 pontos base e 5 pontos base, respetivamente no último mês, com a parte curta das curvas a subir entre 40 p. b. e 50 p. b. até agora este ano (+20 p. b. para o prazo longo). Em contrapartida, os prémios de risco na periferia permaneceram contidos (Espanha ligeiramente abaixo de 50 p. b., Portugal ligeiramente acima de 40 p. b.) e Itália e França, inicialmente sob maior pressão, conseguiram reduzir moderadamente os seus diferenciais em relação à Alemanha. No mercado cambial, o euro recuperou parte do terreno perdido e valorizou-se para 1,17 dólares.

**Mudança na direção da Fed, sem alteração das taxas de juro.** A Fed manteve as taxas de juro inalteradas em abril (taxa dos *fed funds* no intervalo 3,50%-3,75%). A decisão era esperada, mas sublinhou o tom mais cauteloso do banco central. A Reserva Federal mostrou-se mais preocupada com a inflação e manifestou menos vontade de retomar as reduções das taxas (no momento da redação do presente documento, os mercados atribuíam menos de 10% de probabilidade de uma redução em 2026). A reunião foi marcada pela despedida de Jerome Powell do cargo de Presidente do Conselho de Administração. Contrariando a tradição, Powell manter-se-á como governador da Fed até que os ataques legais à instituição, que considera uma ameaça à sua independência, sejam resolvidos de forma definitiva e transparente. O seu sucessor deverá ser Kevin Warsh, enquanto se aguarda a confirmação final pelo Senado. Por seu lado, os bancos centrais do Japão e de Inglaterra mantiveram as expectativas e as taxas em 0,75% e 3,75%, respetivamente. Em ambos os casos, os sinais *hawkish* dominaram, com dissidências a favor de aumentos das taxas, com os mercados a apontarem para aumentos de 25 p. b. nas reuniões de junho e julho, respetivamente.

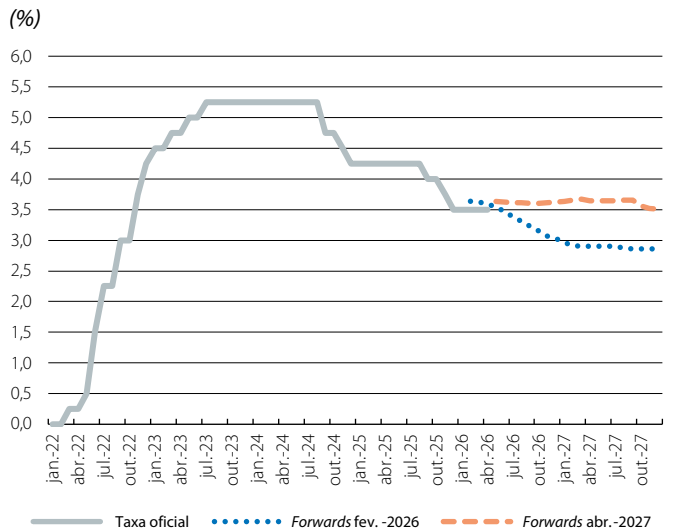
**O BCE está a planear uma subida das taxas em junho.** O BCE manteve as taxas de juro inalteradas em abril (*depo* a 2,00%). A decisão foi unânime, embora a própria Presidente Lagarde tenha reconhecido que tinha sido discutida uma subida das taxas. O BCE fez uma comunicação equilibrada, destacando tanto os riscos ascendentes para a inflação como os riscos descendentes para a atividade decorrentes do conflito no Médio Oriente. Num ambiente de incerteza, defendeu a realização de «reuniões periódicas, dependendo da evolução dos dados» e «sem se comprometer com as trajetórias futuras das taxas». No entanto, a comunicação também indicou uma probabilidade significativa de uma subida das taxas em junho. O BCE sublinhou que a guerra no Médio Oriente manterá a inflação «muito acima dos 2% nos próximos meses». Os efeitos diretos sobre a inflação são visíveis (em abril, a energia fez subir a inflação para 3,0%) e há sinais de alguns efeitos indiretos. Em resumo, Lagarde reconheceu que a situação será reavaliada nas próximas semanas, admitindo clareza quanto à orientação da política monetária e sem exprimir desconforto com as expectativas dos mercados financeiros (que, no último mês, continuaram a prever entre dois e três aumentos de 25 pontos percentuais na taxa *depo* para todo o ano de 2026).

**Taxas de juro soberanas a 10 anos**



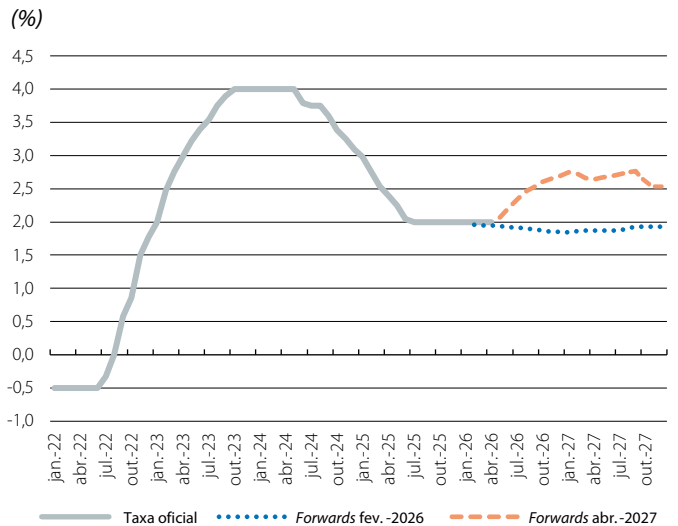
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg

**Fed: taxa oficial (FFR) e expectativas**



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

**BCE: taxa oficial (depo) e expectativas**



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

## O que nos dizem os mercados sobre a macroeconomia

Como é que os mercados financeiros refletem as surpresas macroeconómicas? É possível identificar nas cotações financeiras qual a narrativa macroeconómica que domina o sentimento dos investidores? Este artigo apresenta um modelo analítico<sup>1</sup> para identificar os fatores macroeconómicos que impulsionam os mercados financeiros na Zona Euro e nos EUA, utilizando correlações entre diferentes classes de ativos financeiros e dados diários de mercado de alta frequência desde junho de 2005 até ao presente.

### Metodologia

Para cada região, analisamos os dados diários relativos a diferentes tipos de ativos financeiros: taxas de juro (taxa *overnight* e de obrigações do Tesouro), expetativas de inflação (*swaps* de inflação), rendimento variável (índices bolsistas e de volatilidade), taxas de câmbio e matérias-primas (ouro, petróleo e gás).<sup>2</sup>

Em seguida, analisamos os movimentos entre estes ativos e extraímos padrões (sob a forma de fatores comuns) que nos permitem identificar os diferentes *drivers* macroeconómicos que determinam os movimentos dos mercados financeiros.<sup>3</sup>

### Drivers principais

O nosso exercício identifica três grandes choques macroeconómicos nos mercados financeiros: procura, oferta e política monetária. De forma intuitiva, um aumento da procura estimula a atividade económica e o crescimento dos preços, o que se reflete no aumento dos preços das ações (lucros empresariais mais elevados), nas expetativas de inflação e no aumento das taxas de juro (compensação da inflação e possibilidade de subida das taxas do banco central). Em contrapartida, uma contração da oferta restringe a atividade e faz subir os preços (pode ser causada por uma subida dos preços das matérias-primas, por exemplo, o petróleo), o que resulta em quedas da bolsa e em taxas de juro mais elevadas (com expetativas de aperto monetário para combater a inflação).

Finalmente, um choque de política monetária acomodatória (por exemplo, quando o banco central sinaliza que irá baixar a taxa de juro) está associado a quedas nas

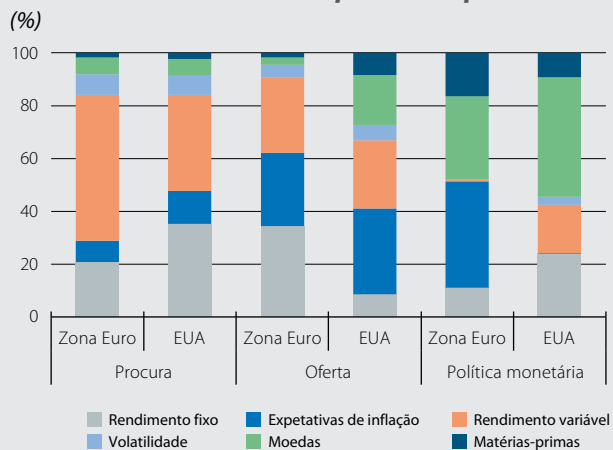
### Movimentos dos ativos em cada tipo de choque

	Procura (-)	Oferta (-)	Política monetária (dovish)
Rendimento fixo	-	+	-
Expetativas de inflação	-	+	+
Rendimento variável	-	-	+
Volatilidade	+	+	=
Moedas	-	=	-
Matérias-primas	=	+	+

**Notas:** Os sinais (+), (-) e (=) indicam aumentos, quedas e estabilidade, respetivamente, das variáveis e da procura e oferta agregadas. No que diz respeito ao rendimento fixo, por variáveis entendemos as yields dos títulos do Tesouro (em que uma descida corresponde a uma subida do preço das obrigações).

**Fonte:** BPI Research.

### Peso dos ativos em cada tipo de choque (%)



**Nota:** A contribuição das variáveis é feita em termos de um desvio-padrão de cada ativo.

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

taxas de juro dos títulos do Tesouro, a uma depreciação da moeda nacional e a uma subida nos mercados bolsistas e nas expetativas de inflação (devido ao apoio da flexibilização monetária à atividade económica).

De um modo formal, estes três *drivers* macroeconómicos dos mercados são identificados através dos diferentes movimentos esperados entre as variáveis financeiras, tal como resumido no primeiro quadro.<sup>4</sup>

### Os drivers macro em perspetiva histórica

Os resultados do modelo mostram que a natureza dos choques que dominam os mercados financeiros varia significativamente consoante o episódio histórico e a

1. O modelo baseia-se na proposta de Matteo Crimella da Goldman Sachs no artigo *French and Italian Spreads: A Tale of Macro, Policy and Politics*, de 2019.

2. Para as taxas de juro e as expetativas de inflação, consideramos a variação diária, em p. p., no encerramento da sessão; para os restantes, utilizamos a variação percentual diária do preço de fecho.

3. Utilizamos uma análise de componentes principais (PCA) das variações diárias normalizadas de todos os ativos.

4. Os três *drivers* correspondem às três primeiras componentes principais da PCA. A ressonância entre o peso atribuído pela PCA a cada variável financeira e a direção dos mercados financeiros (subidas ou descidas da bolsa, taxas de juro, etc.) determina qual dos três *drivers* «domina» uma sessão de mercado.

região. Na Zona Euro, os episódios de recessão (a crise financeira mundial, a crise da dívida soberana e a pandemia de COVID-19) foram claramente dominados por choques da procura, que representaram 40-50% dos períodos. Esta situação reflete um ambiente marcado pela deterioração do crescimento, pela queda do mercado bolsista e pela diminuição das expectativas de inflação. No entanto, as recentes crises geopolíticas apresentam uma dinâmica diferente. Durante a guerra da Ucrânia, o peso dos choques da oferta subiu para 33%, enquanto no atual episódio associado ao Irão subiu para 65%, o que comprova a elevada sensibilidade da Europa aos choques energéticos e da oferta. Nos Estados Unidos, durante as recessões económicas de 2008 e da pandemia também se observou um domínio dos choques da procura, embora em menor grau do que na Europa, enquanto os choques de política monetária desempenham um papel estruturalmente mais importante em toda a amostra.

Com efeito, durante a guerra na Ucrânia e, sobretudo, no recente episódio iraniano, o *driver* dominante dos mercados norte-americanos foi a política monetária, responsável por 33% e 40% das sessões, respetivamente. No seu conjunto, estes resultados sugerem que os mercados interpretam o choque iraniano principalmente como um risco de inflação do lado da oferta na Zona Euro, enquanto que nos EUA o canal predominante funciona através das suas implicações para a trajetória futura da Reserva Federal, dada a menor vulnerabilidade relativa da economia dos EUA a aumentos externos dos preços da energia, graças ao seu estatuto de produtor e exportador líquido de energia.

### Comentários e notas técnicas sobre a metodologia e os modelos

Embora fora do foco deste artigo, o exercício produz detalhes aparentemente técnicos que, no entanto, oferecem «narrativas» que merecem ser comentadas.

Primeiramente, a leitura mais marcante é a diferença entre os choques de política monetária nos EUA e na Zona Euro.<sup>5</sup> Embora os movimentos em ambas as regiões estejam na direção esperada, o exercício identifica diferentes sensibilidades e magnitudes entre as duas regiões. Os ativos de rendimento variável da Zona Euro são relativamente menos sensíveis, em termos globais, aos choques de política monetária, o que pode refletir o maior peso do setor financeiro nos índices bolsistas europeus (um setor que tende a beneficiar das subidas das taxas de juro, ao contrário dos restantes). Outra leitura semelhante é a baixa sensibilidade das expectativas de inflação aos

5. Tecnicamente, os choques numa região e na outra não são comparáveis, pelo menos quantitativamente, uma vez que têm pesos diferentes em ativos diferentes (e também não comparáveis).

### Sessões dominadas por cada driver

(%)

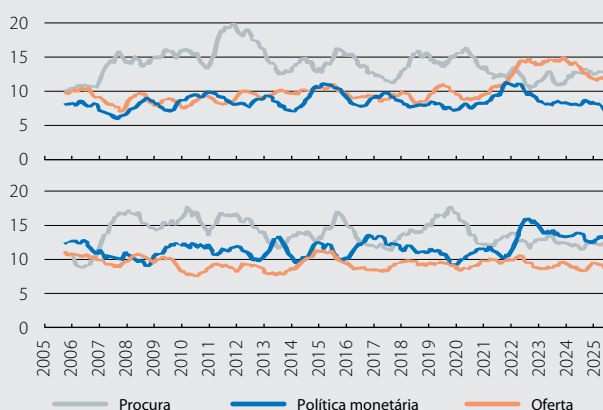
		Procura	Oferta	Política monetária
Crise financeira (01/01/2007-31/12/2009)	Zona Euro	41	13	8
	EUA	39	15	17
Crise da dívida soberana (01/01/2010-31/12/2012)	Zona Euro	47	13	13
	EUA	44	10	21
Crise da COVID (01/01/2020-31/12/2020)	Zona Euro	45	14	8
	EUA	40	10	16
Guerra da Ucrânia (01/01/2022-31/12/2022)	Zona Euro	23	33	20
	EUA	26	13	33
Guerra do Irão (01/03/2026-24/04/2026)	Zona Euro	3	65	8
	EUA	15	15	38
Amostra total	Zona Euro	36	20	12
	EUA	33	13	25

**Nota:** As percentagens não totalizam 100% porque há sessões dominadas por outras componentes com preponderância menos expressiva que não consideramos.

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

### Evolução da importância dos drivers na Zona Euro (acima) e nos EUA (abaixo)

(%)



**Nota:** As séries correspondem às médias móveis da importância de cada driver nas últimas 200 sessões.

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

choques monetários identificados pelo modelo nos EUA, um resultado em linha com a literatura académica.<sup>6</sup>

Em segundo lugar, o exercício também permite avaliar a sensibilidade das classes de ativos a diferentes choques. A sensibilidade do capital próprio, por exemplo, é maior para os choques de procura do que para os choques de oferta. No caso do rendimento fixo, a sensibilidade varia consoante a região: na Zona Euro, é semelhante em magnitude aos choques da oferta e da procura, enquanto nos EUA é maior em resposta aos choques da procura.

6. Gürkaynak, R. S., Sack, B. e Wright, J. H. (2010). «The TIPS yield curve and inflation compensation». *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(1), 70-92.

Por último, é difícil dissociar o movimento das mercadorias do movimento de outros ativos utilizando apenas os três *drivers* acima descritos. Se alargarmos o número de *drivers*, obtemos componentes com um menor poder explicativo agregado, mas que oferecem uma maior precisão nos ajustamentos entre ativos. Isto permite-nos observar como o ouro tem pesos elevados em *drivers* que, no passado, tinham pouca importância agregada, mas que recuperaram recentemente.<sup>7</sup>

7. Em termos técnicos, o PCA atribui um peso elevado ao ouro apenas na sétima componente, que até meados de 2024 não tinha grande poder explicativo. No entanto, em 2026, existem semanas em que esta componente é a que tem a maior importância agregada.

**Taxas de juro (%)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-25
Euribor 3 meses	2,20	2,08	12	17	2
Euribor 12 meses	2,85	2,87	-2	61	77
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,50	2,51	0	49	73
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,64	2,62	3	52	91
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,04	3,00	3	18	54
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,50	3,51	-1	21	34
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,44	3,45	-1	29	39
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,66	3,68	-2	1	-61
Dívida pública a 1 ano	3,71	3,65	5	24	-19
Dívida pública a 2 anos	3,87	3,79	8	40	22
Dívida pública a 10 anos	4,37	4,32	5	20	20

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	72	-12	9,0	-7,0
Itraxx Financeiro Sénior	63	78	-15	8,2	-8,7
Itraxx Financeiro Subordinado	103	134	-31	10,0	-21,5

**Taxas de câmbio**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,173	1,155	1,5	-0,1	3,0
EUR/JPY (ienes por euro)	183,700	183,380	0,2	-0,2	13,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,873	-1,3	-1,1	1,6
USD/JPY (ienes por dólar)	156,590	158,720	-1,3	-0,1	10,0

**Matérias-primas**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	140,5	135,2	3,9	28,1	37,2
Brent (\$/barril)	114,0	118,4	-3,7	87,4	77,4
Ouro (\$/onça)	4.617,9	4.668,1	-1,1	6,9	39,2

**Mercado acionista**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.209,0	6.528,5	10,4	5,3	29,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.881,5	5.569,7	5,6	1,6	13,9
Ibex 35 (Espanha)	17.781,0	17.049,6	4,3	2,7	33,0
PSI 20 (Portugal)	9.345,0	9.131,6	2,3	13,1	34,1
Nikkei 225 (Japão)	59.284,9	51.063,7	16,1	17,8	64,5
MSCI emergentes	1.600,2	1.397,2	14,5	13,9	44,7