

Mercados financeiros, impulsionados pela geopolítica e pela IA

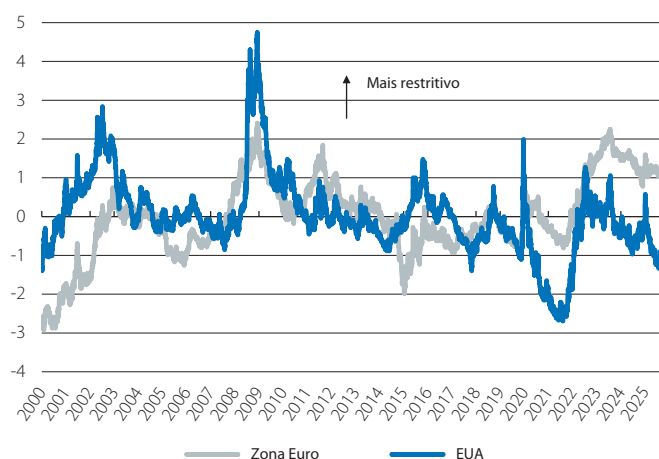
As condições financeiras face a uma dinâmica mista. O início de 2026 trouxe volatilidade e uma dinâmica mista que reflete a sensibilidade dos mercados às oscilações geopolíticas e tecnológicas. A ameaça de um conflito militar entre os EUA e o Irão já tinha aumentado as perceções de risco antes de os atentados se concretizarem e desencadeou um forte pico de tensão e volatilidade, especialmente nos mercados de matérias-primas. Ao mesmo tempo, a IA continua a impulsionar os mercados bolsistas, não só devido às elevadas avaliações das empresas e ao desafio de rentabilizar planos de investimento ambiciosos, mas também devido aos receios de perturbação das linhas de negócio estabelecidas. Esta situação foi agravada em fevereiro pela decisão do Supremo Tribunal dos EUA em anular uma parte significativa das tarifas impostas pela administração Trump. Estes catalisadores conduziram a um desempenho misto dos mercados acionistas, enquanto as matérias-primas estiveram sob pressão ascendente e o sentimento dos investidores conduziu a uma certa recuperação do dólar nos mercados cambiais e a dinâmicas contrastantes nas taxas de juro de longo prazo em ambos os lados do Atlântico.

Bolsas em alta... até ao início do conflito no Irão. O mês de fevereiro começou com um desempenho misto entre as principais bolsas internacionais, lutando entre o impulso de uma boa época de ganhos e as dúvidas geradas pela força das empresas relacionadas com a IA. Nos Estados Unidos, os receios de que estas empresas venham a perturbar os modelos de negócio tradicionais pressionaram as empresas estabelecidas nos setores da tecnologia e dos serviços de comunicação, deixando o S&P 500 praticamente estável em fevereiro. Em contrapartida, os índices do resto do mundo desenvolveram-se com maior tração: os mercados bolsistas europeus avançaram confortavelmente, aproximando-se dos 4% em fevereiro no seu conjunto, impulsionados por perspetivas de crescimento mais equilibradas e pelo sentimento favorável dos investidores após o acórdão do Supremo Tribunal. Nos mercados emergentes, o índice regional da Ásia aproximou-se de ganhos de 7%, enquanto o da América Latina ultrapassou os 4%. Em termos globais, o Japão foi particularmente notável, com o Nikkei a subir mais de 10%, impulsionado pela vitória eleitoral de Sanae Takaichi e pela sua agenda reflacionista. No entanto, no início de março, os bombardeamentos no Irão provocaram uma queda generalizada dos mercados bolsistas mundiais, com o mercado bolsista europeu a cair para os níveis do final de 2025.

O dinamismo macroeconómico apoia os lucros das empresas. A época de resultados nos EUA encerrou com um balanço sólido, tendo como pano de fundo um desempenho robusto da economia norte-americana: cerca de 85% das empresas do S&P 500 superaram as expectativas de vendas e cerca de 75% superaram as expectativas de resultados. A maior força veio dos setores financeiro e tecnológico, onde as empresas mais ligadas à IA mantiveram a combinação de forte desempenho e planos de investimento ambiciosos. Na Europa, embora o tom tenha sido mais moderado, o balanço até ao fecho desta publicação também foi positivo, com destaque para os setores da tecnologia, financeiro e *utilities*.

Condições financeiras

Índice (0 = média de 2000-2026)

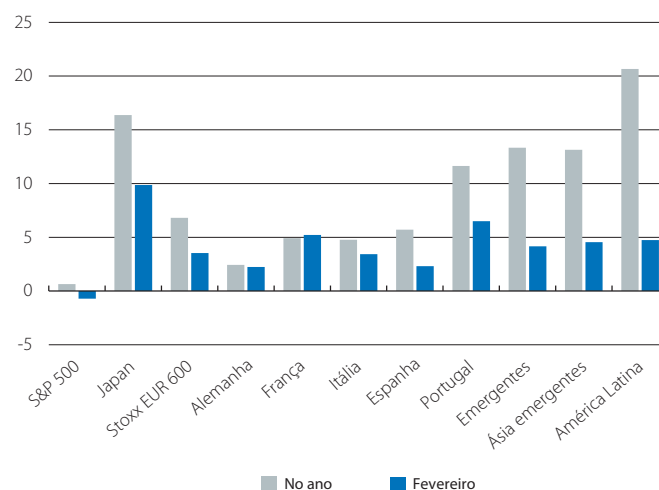


Nota: Índices de condições financeiras da Goldman Sachs normalizados pela média e pelo desvio-padrão para 2000-2026.

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

Bolsas internacionais: desempenho em 2026

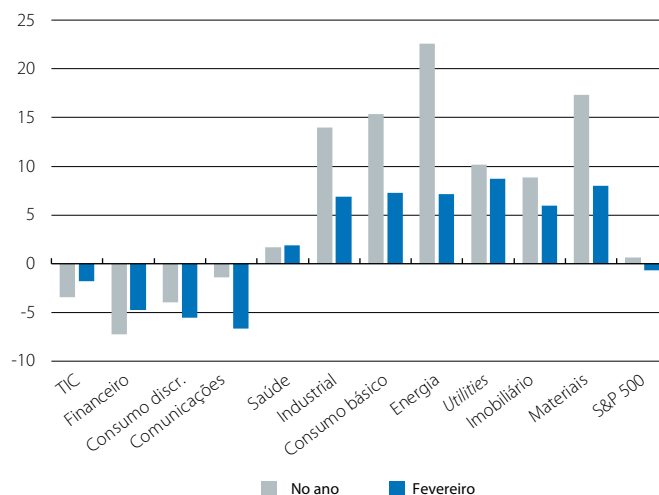
Variação (%)



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

EUA: desempenho do mercado bolsista em 2026

Variação (%)



Fonte: CaixaBank Research, a partir de dados de Bloomberg.

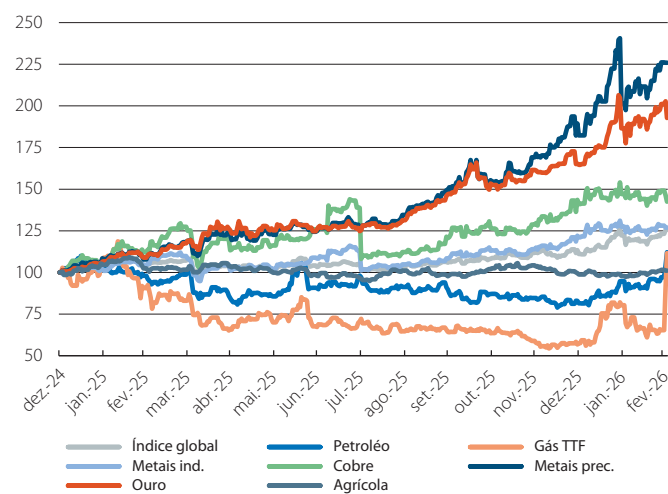
A geopolítica impulsiona as matérias-primas. Em fevereiro, os preços da energia estiveram muito calmos. O equilíbrio entre a expectativa de excesso de oferta no mercado petrolífero e o aumento do prémio de risco geopolítico empurrou os preços do petróleo bruto Brent para 70 dólares por barril, enquanto o preço do gás TTF caiu para 30 euros por MWh, apoiado pelo aumento das importações de gás natural liquefeito nos terminais do norte da Europa e pelas previsões de temperaturas mais amenas no final do inverno. Contudo, os ataques entre o Irão, os EUA e Israel, no início de março, provocaram uma forte pressão sobre os preços, com o petróleo a atingir mais de 100 dólares por barril de Brent e o gás TTF a subir para perto de 60 euros por MWh e a sofrer uma grande volatilidade (ultrapassando ocasionalmente os 65 euros). As curvas de futuros tornaram-se relativamente mais baixas, apontando para um abrandamento em direção a 2027.

O dólar ganha uma lufada de ar fresco. O desempenho do dólar americano foi irregular durante o mês de fevereiro, mas conseguiu fechar com uma ligeira recuperação. A decisão do Supremo Tribunal reduziu alguma da pressão descendente que pesava sobre a moeda desde os anúncios das tarifas de 2025, e a guerra no Irão ajudou-a moderadamente no seu papel de ativo de refúgio. O euro manteve-se relativamente estável em cerca de 1,18 dólares (tendo enfraquecido para 1,15 dólares após os atentados no Médio Oriente), a libra oscilou em torno de 1,35 dólares e o iene também enfraqueceu. Entre as moedas emergentes, destacam-se as que mais beneficiaram de uma redução tarifária mais direta: durante o mês de fevereiro, o real brasileiro valorizou-se mais de 3% em relação ao dólar, enquanto o yuan chinês ganhou pouco menos de 1% e a rupia indiana mais de 1% (aproveitando o acordo comercial entre os EUA e a Índia). Em suma, os atentados acabaram por provocar uma fraqueza generalizada nas moedas emergentes.

Vai e vem das taxas de juro. Num mês de fevereiro sem reuniões de política monetária entre os principais bancos centrais, os investidores apostaram inicialmente numa descida das taxas de juro dos títulos do Tesouro, tanto nos EUA como na Zona Euro. Todavia, a pressão sobre os preços da energia, na sequência dos atentados no Médio Oriente, fez subir as taxas, devido a um aumento das expectativas de inflação e a uma revisão «hawkish», das perspetivas de política monetária dos investidores. Em termos líquidos, as taxas de juro dos títulos do Tesouro mantiveram-se mais estáveis nos EUA (subiram no curto prazo e desceram no longo prazo), enquanto na Zona Euro prevaleceram as subidas de taxas (mais acentuadas na periferia do que na Alemanha). Os mercados monetários abandonaram a sua tendência *dovish* para o BCE e passaram a descontar a possibilidade de uma subida das taxas do BCE em 2026 (aquando da redação desta publicação, os mercados estavam a descontar entre uma e duas subidas). Os mercados também baixaram a sua confiança nos cortes de taxas por parte da Fed (embora ainda estejam a descontar dois cortes até ao final do ano). Com efeito, as atas da reunião de janeiro da Reserva Federal revelaram um tom mais restritivo do que se pensava e apontaram para uma maior preocupação com os riscos de inflação. As atas também revelaram que quase todos os membros da Fed consideraram que o nível atual das taxas está na zona neutra. Na Zona Euro, o BCE demonstrou uma maior continuidade na sua comunicação e as várias intervenções continuaram a reforçar a estratégia de não hipercalibrar as decisões a cada pequena alteração nos dados, dado o ambiente incerto.

Matérias-primas: preços

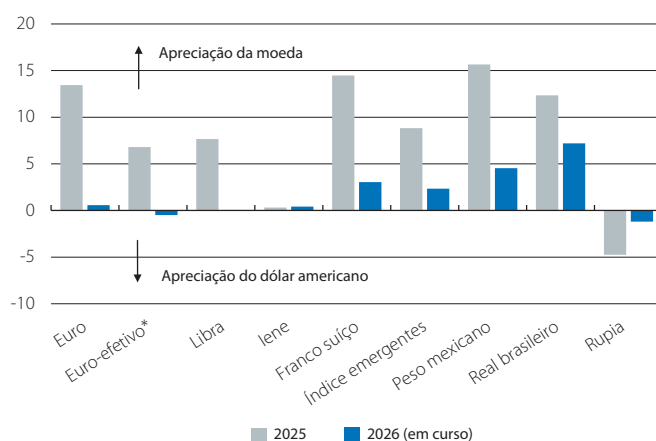
Índice (100 = 31 de dez. 2024)



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

Moedas internacionais face ao dólar americano

Variação (%)

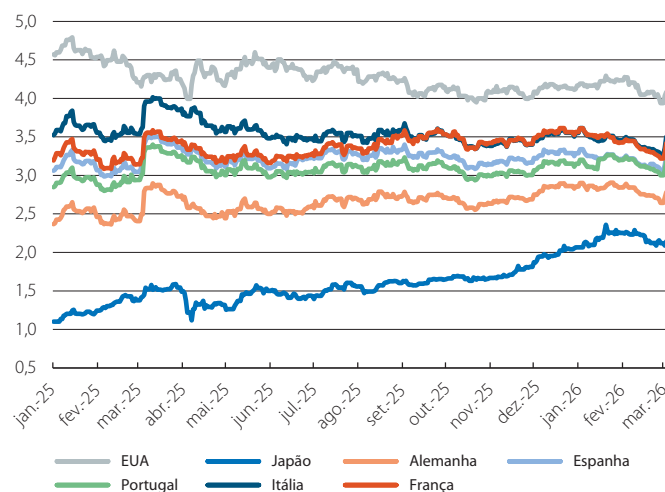


Nota: *Para a taxa de câmbio efetiva do euro, é apresentado um cabaz de 41 moedas em relação ao euro.

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

Taxas de juro dos títulos do Tesouro a 10 anos

(%)



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

O ambiente macrofinanceiro subjacente ao contexto económico

As perspetivas económicas para os próximos trimestres apoiam-se numa determinada evolução das condições financeiras.¹ Este ambiente é sustentado por uma política monetária estável e neutra, que não estimula nem arrefece a economia, e por um dólar que mantém a fragilidade relativa de 2025. Além disso, os preços da energia beneficiam de uma almofada proporcionada pelo excesso de oferta e pela acumulação de existências herdadas de 2025, o que atenua as pressões geopolíticas. Contudo, o mapa de riscos é exigente e, para além da prevalência de perturbações geopolíticas, os mercados financeiros têm-se mostrado sensíveis às promessas, dúvidas e transformações da inteligência artificial (IA) e à sustentabilidade da dívida pública. A escalada do conflito no Médio Oriente, com ataques entre os EUA, Israel e o Irão, aumenta a incerteza e os riscos de queda, tal como discutido no final deste artigo.

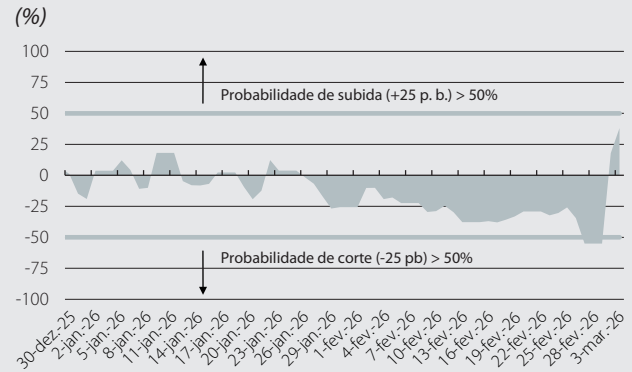
A política monetária e taxas de juro

A política monetária do BCE e da Fed é uma das âncoras do cenário. A Zona Euro tem uma inflação dentro dos objetivos e um equilíbrio multidirecional de riscos - desde perturbações no abastecimento (cadeias de abastecimento globais, fenómenos meteorológicos extremos, preços da energia) a tensões comerciais e reorientação das exportações da China para a UE. O BCE optou, assim, por manter a cautela e reavaliar frequentemente o cenário, mantendo uma política estável enquanto os riscos não fizerem pender a economia para um lado ou para o outro. As nossas previsões baseiam-se numa taxa *depo* de 2,00% nos próximos trimestres, a mesma para a qual os mercados financeiros apontavam, até que o agravamento do conflito no Irão fez inverter o sentimento (ver primeiro gráfico).

Nos Estados Unidos, a narrativa é diferente, mas o resultado é relativamente semelhante: o arrefecimento gradual do mercado de trabalho e a moderação da inflação até ao final de 2025 oferecem margem para alguma restritividade adicional, embora o crescimento robusto sugira que a Fed está perto do fim do ciclo de aperto. O nosso cenário prevê mais dois cortes, levando a taxa dos *fed funds* para o intervalo 3,00%-3,25%, um nível consistente com condições monetárias mais neutras e também em linha com as expectativas do mercado (ver segundo gráfico).

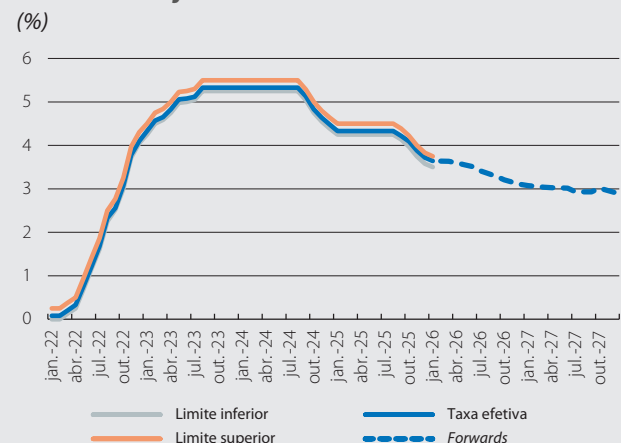
Paralelamente, 2026 será também um ano importante a nível institucional. O mandato de Jerome Powell como presidente da Reserva Federal termina em maio e a sua substituição tem sido ensombrada pela pressão da admi-

BCE: probabilidade descontada para 2026 de aumento (+) ou diminuição (-) da taxa depo em relação a 2,0%



Nota: Probabilidade inferida a partir dos forwards da taxa ESTR para dezembro de 2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Fed: taxa de juro de referência



Nota: Forwards sobre a curva de futuros dos fed funds em 03/03/2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

nistração Trump no sentido de reduzir as taxas de juro.² O sucessor nomeado, Kevin Warsh, tem um perfil forte (foi governador da Fed em 2006-2011) mas um registo errático nas suas preferências de política monetária. Além disso, a governadora Lisa Cook aguarda uma decisão do Supremo Tribunal sobre a sua tentativa de demissão por parte da administração. A um nível muito diferente, a passagem para a presidência do BCE está prevista para 2027, enquanto em 2026 o fim de mandato mais relevante é o do vice-presidente Luis de Guindos (que expira em maio), estando a sua substituição assegurada pelo atual governador do banco central da Croácia, Boris Vujčić.

1. Ver os Focus «O que esperar da economia internacional em 2026» e «A economia espanhola em 2026» na presente publicação.

2. Alguns dos receios foram dissipados quando, em dezembro, a Fed aprovou a renovação de 11 dos 12 presidentes regionais da Reserva Federal (a exceção, na Fed de Atlanta, reflete a reforma do atual presidente).

No entanto, na Zona Euro, os prémios de risco soberano atingiram os níveis mais baixos em quase 20 anos (com exceção da França); ver terceiro gráfico. Tal moderação foi acompanhada por uma melhoria dos fundamentos macroeconómicos, o que conduziu à continuação de um sentimento comparativamente favorável dos investidores na periferia.³

Taxa de câmbio e matérias-primas

A diminuição dos diferenciais de taxas de juro entre a Zona Euro e os EUA, a expectativa de algum revigoramento do crescimento europeu e a perceção de um melhor sentimento em relação à Europa favorecem a continuação de uma taxa de câmbio euro/dólar ligeiramente mais forte do que na média de 2022-2024,⁴ como sugerem os mercados.

As perspetivas para os preços da energia tornaram-se mais incertas desde a escalada do conflito entre o Irão, Israel e os EUA (ver o quinto gráfico). Em segundo plano, os mercados do petróleo e do gás foram restringidos por uma oferta abundante que, nos últimos trimestres, levou também à acumulação de uma reserva de existências que ajudará a atenuar o impacto dos choques geopolíticos.

Riscos

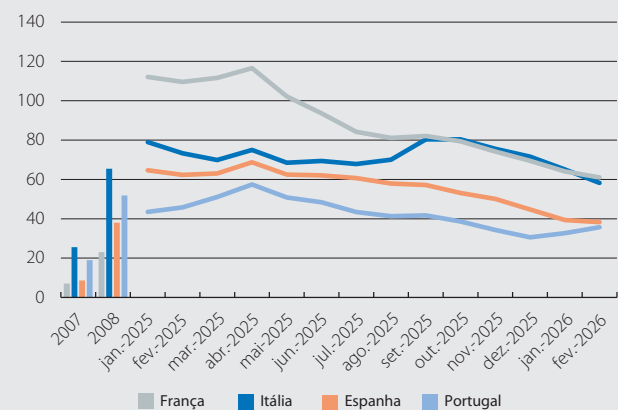
Este ambiente proporciona às condições financeiras uma estabilidade que não deve ser desfavorável ao desempenho económico. No entanto, a perceção do risco continua a manifestar-se episodicamente nos mercados. Os conflitos geopolíticos continuam a ser uma das principais fontes de perturbação do aprovisionamento. Os preços do petróleo e do gás sofreram uma forte pressão no início de março, na sequência dos ataques entre o Irão e os EUA e Israel, com futuros altamente voláteis que apontam para preços em 2026 notoriamente mais elevados do que os cotados em meados de fevereiro. E com duas características adicionais: (i) os preços futuros refletiam um relaxamento nos trimestres seguintes e (ii) fluíam com grande volatilidade (no petróleo, os futuros para todo o ano de 2026 oscilavam entre aumentos de 10% e 25%, e entre 30% e 70% no gás). A manter-se a trajetória nestes futuros, o cenário para a atividade internacional perderia algum ímpeto, mas, com o apoio das reservas energéticas mundiais acumuladas e das expectativas de inflação ancoradas, não sofreria uma mudança profunda nem alteraria consideravelmente as estraté-

3. Ver o Focus «Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal» no IM02/2026.

4. Uma indicação do sentimento é a diferença entre a depreciação do dólar face ao euro e a prevista pelos diferenciais das taxas de juro. A depreciação é mais significativa se considerarmos que, de acordo com a previsão convencional, o dólar deveria ter-se valorizado em resposta a um aumento das tarifas (ver o quarto gráfico e Ostry *et al.* (2025), «Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations», Banco de Inglaterra, Staff Working Paper.

Prémios de risco soberanos

(p. b.)

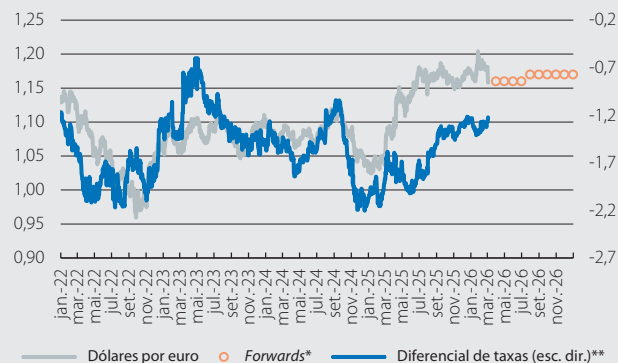


Nota: Diferencial entre a taxa de juro a 10 anos de cada país e a sua congénere alemã.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

EUA e Zona Euro: taxa de câmbio e diferencial de taxas

(Dólares por euro)

(p. p.)



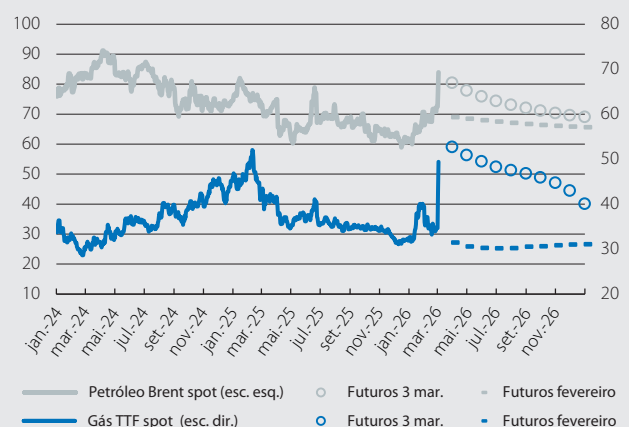
Notas: * Forwards em 03/03/2026. ** Diferença entre a taxa de swap OIS a 2 anos para a Zona Euro e os EUA.

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

Petróleo e gás: preço

(Dólares por barril)

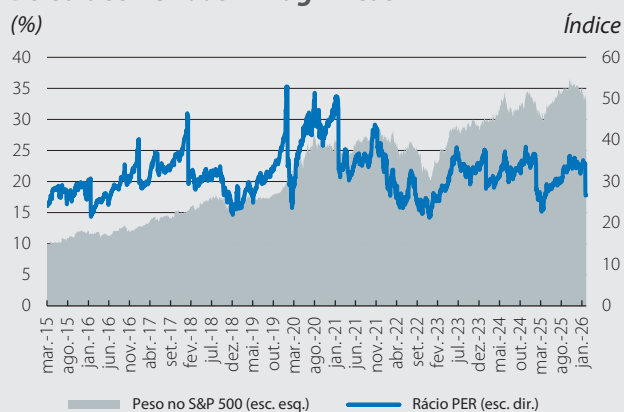
(Euros por MWh)



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

gias de política monetária que, em geral, partem de níveis neutros ou algo restritivos. Um cenário de preços da energia persistentemente mais elevados ameaçaria perturbações mais significativas, tensões mais profundas nos mercados financeiros e efeitos de arrastamento sobre a inflação, podendo estimular uma viragem *hawkish* mais relevante na política monetária. Por outro lado, o mapa de riscos não deve esquecer a vigilância sobre a dinâmica da dívida pública em várias economias avançadas (o Reino Unido, França, o Japão e mesmo os EUA têm registado alguma turbulência nas suas taxas de juro de longo prazo) e os riscos financeiros em torno da IA, tanto pela sua capacidade de corresponder às expectativas como de perturbar as estruturas económicas estabelecidas, num contexto de elevadas valorizações e de grande concentração bolsista (ver último gráfico).

Bolsa dos EUA: as 7 Magníficas



Notas: As 7 Magníficas são a Apple, a Amazon, a Google, a Meta, a Microsoft, a Nvidia e a Tesla. O rácio PER representa o rácio entre a capitalização bolsista e os lucros dos últimos 12 meses.

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

Taxas de juro (%)

	28-fevereiro	31-janeiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-75
Euribor 3 meses	2,01	2,03	-2	-1	-47
Euribor 12 meses	2,22	2,23	0	-2	-19
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	1,97	0	-4	-5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,00	2,09	-9	-12	-4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,64	2,84	-20	-21	23
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,06	3,21	-15	-23	2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,00	3,20	-20	-15	6
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,67	3,66	1	1	-65
Dívida pública a 1 ano	3,47	3,46	1	0	-63
Dívida pública a 2 anos	3,37	3,52	-15	-10	-68
Dívida pública a 10 anos	3,94	4,24	-30	-23	-32

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	51	4	4,6	1,9
Itraxx Financeiro Sénior	59	54	5	4,7	2,0
Itraxx Financeiro Subordinado	101	91	10	8,3	2,5

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,181	1,185	-0,3	0,6	13,6
EUR/JPY (ienes por euro)	184,360	183,430	0,5	0,2	18,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,866	1,2	0,5	6,2
USD/JPY (ienes por dólar)	156,050	154,780	0,8	-0,4	4,2

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	121,7	120,7	0,8	10,9	16,7
Brent (\$/barril)	72,5	70,7	2,5	19,1	-2,1
Ouro (\$/onça)	5.278,9	4.894,2	7,9	22,2	83,5

Mercado acionista

	28-fevereiro	31-janeiro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.878,9	6.939,0	-0,9	0,5	17,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.138,4	5.947,8	3,2	6,0	12,2
Ibex 35 (Espanha)	18.360,8	17.880,9	2,7	6,1	38,4
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	8.662,2	7,1	12,3	35,5
Nikkei 225 (Japão)	58.850,3	53.322,9	10,4	16,9	53,8
MSCI emergentes	1.610,7	1.528,1	5,4	14,7	43,3