

Início de ano com focos cruzados nos mercados financeiros

Janeiro arrasta os focos de tensão de 2025 e abre novas frentes.

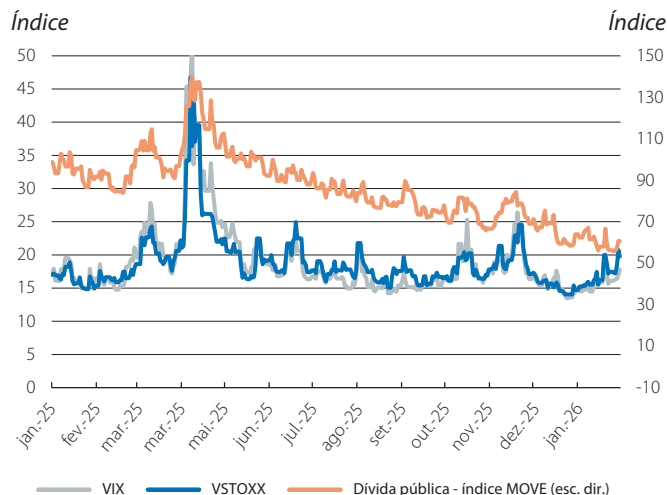
A geopolítica marcou o início do ano nos mercados financeiros. O aumento das tensões, da Venezuela ao Irão, e o confronto diplomático entre os EUA e a Europa sobre a Gronelândia geraram aversão ao risco e aumentaram a volatilidade do mercado. Quanto à Ásia, uma atenção renovada às perspectivas orçamentais do Japão conduziu a movimentos excepcionais nas taxas de juro e na moeda japonesa. Ao mesmo tempo, mantêm-se os *drivers* de incerteza do ano passado, como as tensões tarifárias entre os principais blocos, as expectativas em torno da IA e a atenção à capacidade dos gigantes da tecnologia para rentabilizarem o investimento. Isto tudo num contexto em que os bancos centrais continuam a assentar as suas estratégias em desenvolvimentos baseados em dados.

O Japão volta a estar no centro das atenções no que respeita às suas perspectivas orçamentais.

A decisão da Primeira-Ministra Sanae Takaichi de antecipar as eleições e os planos de expansão orçamental reavivou as preocupações dos investidores quanto à sustentabilidade orçamental do Japão. As taxas de juro dos títulos do Tesouro de longo prazo atingiram máximos históricos, com a taxa de referência a 40 anos a ultrapassar pela primeira vez os 4%. Simultaneamente, na sua reunião de janeiro, o Banco do Japão manteve a taxa diretora em 0,75% (após a subida de 25 p. b. em dezembro) e indicou que continuará a aumentar as taxas se as suas previsões de crescimento e inflação se concretizarem (os mercados estão a prever duas subidas de 25 p. b. em 2026). Contudo, o iene registou uma forte depreciação, caindo para um mínimo de um ano e meio em relação ao dólar (perto de 159 ienes por dólar) e para níveis não vistos desde a década de 1990 em relação ao euro (183 ienes por euro), penalizado pelos investidores devido à perceção de uma deterioração orçamental. Apenas os rumores de uma intervenção conjunta do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no final do mês travaram a queda do iene.

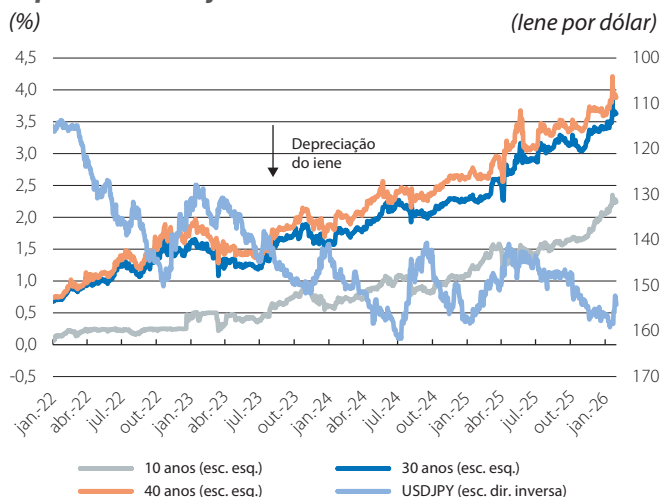
Dólar em foco com o aumento do ruído geopolítico. Devido à incerteza geopolítica e às tensões comerciais e de política externa dos EUA, o dólar americano enfraqueceu em todos os setores em janeiro. O índice DXY do dólar fechou o mês com uma descida de quase 1% e o euro foi transacionado acima de 1,20 dólares pela primeira vez em quatro anos. Outras moedas de refúgio capitalizaram a situação e o franco suíço atingiu máximos históricos face ao dólar (chegou a superar os 1,30 dólares por franco). A moeda americana também foi pressionada por preocupações sobre a independência da Fed. Em janeiro, foi revelado que o Departamento de Justiça está a conduzir uma investigação em relação ao presidente Jerome Powell e o seu testemunho ao Senado sobre os custos de renovação de dois edifícios da Fed. Como resposta, Powell salientou que a verdadeira motivação para tal investigação não estava relacionada com o seu testemunho, mas com o facto de a Fed fixar as taxas de juro com base nas condições económicas e não nas preferências do Presidente Trump. Contudo, o dólar recuperou algum terreno no início de fevereiro, depois de Trump ter anunciado a nomeação de Kevin Warsh como candidato à presidência da Fed quando o mandato de Powell terminar no próximo mês de maio. Warsh foi governador da Fed entre 2006 e 2011 e manteve uma posição crítica em relação à expansão do seu balanço e uma tendência de aperto das taxas de juro, embora no último ano as suas declarações estivessem alinhadas com a tese de Trump a favor da

Medidas de volatilidade nos mercados financeiros



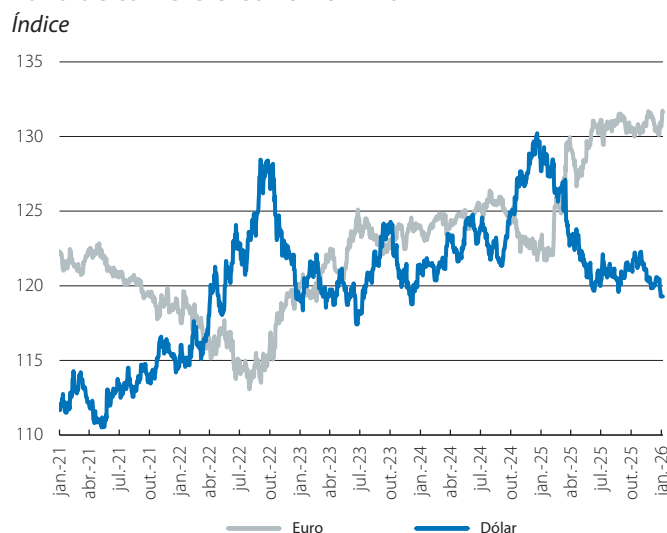
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Japão: taxas de juro soberanas e taxa de câmbio



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

Taxa de câmbio efetivo nominal



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu e da Fed.

descida das taxas de juro. Os mercados acolheram favoravelmente este anúncio, com um reforço do dólar e expectativas de taxas de juro estáveis para 2026 (duas reduções de 25 p. b.).

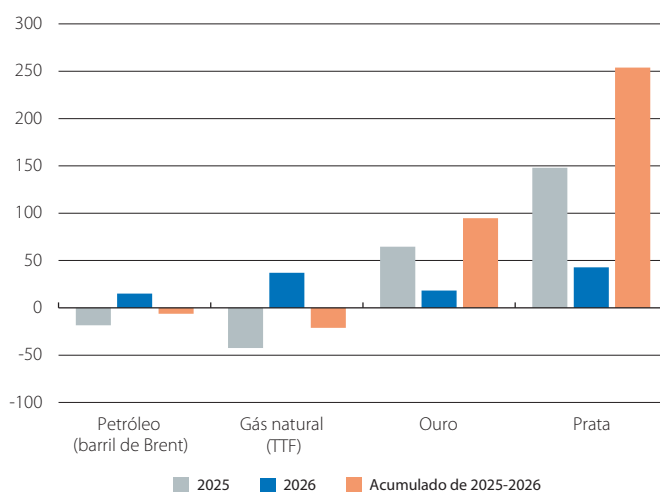
As matérias-primas tiram partido da incerteza global. Como é habitual, os picos de tensão geopolítica conduzem a surtos de volatilidade nos mercados da energia. Neste caso, o preço do barril de Brent, que tinha começado o ano a rondar os 60 dólares, condicionado por um ambiente de excesso de oferta, recuperou para 70 dólares devido às tensões no Irão e aos receios de eventuais ruturas de abastecimento. Também a referência europeia do gás atingiu os 42 €/MWh, com um impulso adicional dos receios de abastecimento devido a uma tempestade de inverno nos EUA. No início de fevereiro, tanto os preços do gás como os do petróleo bruto moderaram-se com as notícias de um abrandamento do conflito entre os EUA e o Irão. Por outro lado, no meio da crescente incerteza global e da fraqueza do dólar, os metais preciosos capitalizaram na procura de ativos de refúgio. Nomeadamente, o ouro ultrapassou a barreira dos 5.000 \$/onça, chegando mesmo a tocar nos 5.600 \$/onça, e a prata valorizou-se até 42%. Em termos acumulados, desde o início de 2025, atingiram ganhos de quase 100% e 300%, respetivamente, embora no início de fevereiro ambos os metais tenham sofrido uma correção abrupta e acentuada.

De olho nos bancos centrais. O outro grande desenvolvimento na política monetária foi a mudança de tom da Fed, com uma avaliação mais positiva do ambiente macroeconómico após a reunião de janeiro (onde, sem surpresa, a Fed manteve os *fed funds* em 3,50%-3,75%). Esta alteração deixou a Fed com a sensação de que não tem pressa em baixar as taxas a curto prazo e atrasou a expectativa da primeira descida das taxas em 2026, descontada nos mercados de futuros, de março para junho. O BCE, por seu lado, não surpreendeu e manteve a taxa *depo* em 2%, sublinhando a necessidade de não reagir de forma exagerada a pequenas alterações nos dados e apresentando um mapa de risco inflacionista e desinflacionista mais equilibrado. As expectativas dos mercados financeiros em relação ao BCE continuam a ser de uma política monetária estável até 2026. Neste contexto, as *yields* dos títulos do Tesouro da Zona Euro mantiveram-se relativamente estáveis, com os prémios de risco periféricos estáveis, exceto em França, onde o prémio desceu cerca de 15 p. b. para cerca de 58 p. b., o valor mais baixo dos últimos 18 meses, refletindo a boa receção pelo mercado da aprovação do orçamento para 2026, finalmente obtida pelo Primeiro-Ministro Lecornu (este orçamento prevê uma redução do défice em 2026 para 5,0% do PIB, contra uma estimativa de 5,4% em 2025).

Desempenho desigual nos mercados bolsistas mundiais. Os mercados bolsistas encerraram o mês de janeiro com resultados globalmente positivos, embora com algumas oscilações de volatilidade ligadas a acontecimentos geopolíticos. O S&P 500 terminou janeiro com pequenos ganhos, mas começou fevereiro com correções arrastadas pelo setor tecnológico, pelo ajustamento das matérias-primas e pelo fortalecimento do dólar. Em termos setoriais, verificou-se uma clara dispersão ao longo de janeiro: os setores cíclicos, como a energia, os materiais e a indústria, beneficiaram da dinâmica dos mercados de matérias-primas, enquanto os setores financeiro, tecnológico e da saúde tiveram um desempenho inferior. No segmento da tecnologia, a heterogeneidade foi ainda mais acentuada: as empresas que não corresponderam às expectativas de crescimento registaram quedas significativas, enquanto outras, ligadas a segmentos de elevada procura de IA, obtiveram recuperações significativas. Na Europa, os ganhos foram liderados pelos mercados periféricos, com o PSI-20 e o IBEX 35 a serem impulsionados pelo setor financeiro.

Matérias-primas

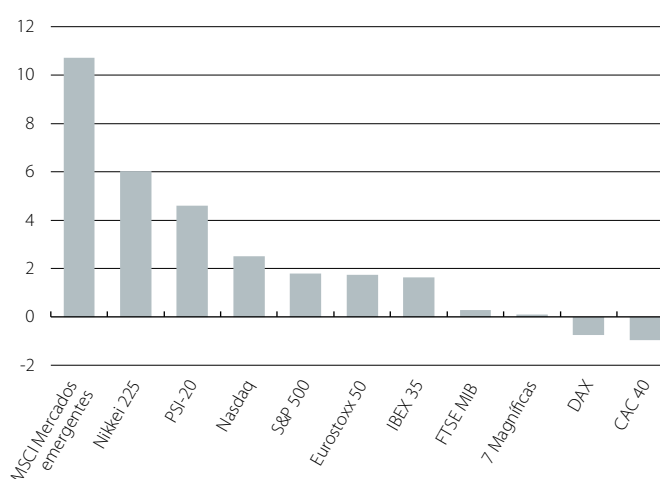
Variação de preço (%)



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

Índices bolsistas mundiais

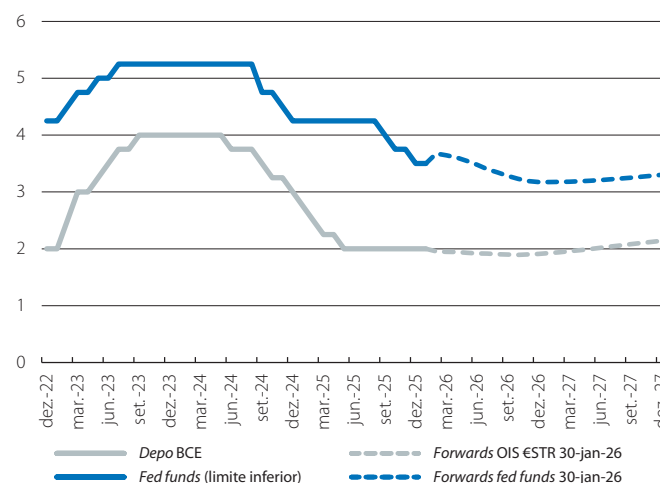
Variação em janeiro de 2026 (%)



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 Fed e da Bloomberg.

Inovação, expetativas e vertigens: será que a aposta na IA redefine Wall Street?

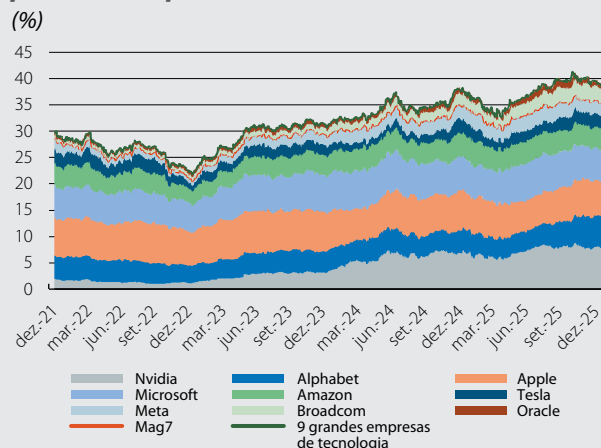
O otimismo em torno da inteligência artificial (IA) tem sido um dos principais motores dos índices de ações dos EUA nos últimos meses, ajudando o S&P 500 e o Nasdaq a registar ganhos pelo terceiro ano consecutivo em 2025. Parte dessa expansão foi explicada pelo crescimento dos lucros das empresas, embora o S&P 500 se tenha apreciado mais em relação a esses lucros. Neste *rally*, analistas e investidores têm visto reminiscências do que aconteceu em 2000 com a ascensão da Internet, suscitando o debate sobre se estamos ou não numa bolha. E, embora responder a esta pergunta em tempo real seja como tentar desatar um nó górdio com os dedos, neste artigo analisamos a comparação entre o S&P 500 atual e o da bolha *dotcom* e a plausibilidade das expetativas subjacentes ao atual cenário de valorização do mercado bolsista.

O primeiro efeito claro da IA no mercado de ações dos EUA foi um aumento da concentração em diferentes áreas: rendimentos, dimensão da empresa ou lucros, também no investimento. Por conseguinte, as chamadas Magnificent 7 (Mag7: empresas líderes em tecnologia inovadora com grande capitalização de mercado e modelos de negócio diversificados, bem protegidas de potenciais concorrentes)¹ superaram novamente o desempenho das restantes 493 empresas do índice em 2025, pelo terceiro ano consecutivo (+25% vs. 14% em 2025; e +245% vs. +30% desde o final de 2022, respetivamente).² Isto aumentou a sua capitalização relativa no S&P 500 de 20% no final de 2022 para mais de 35% no final de 2025 (e se considerarmos as duas maiores empresas tecnológicas seguintes, a percentagem subiu para mais de 40%). Esta concentração contrasta fortemente com os 17,5% que representavam as sete maiores empresas tecnológicas no auge da bolha *dotcom*.³ Relativamente aos resultados, o lucro por ações das Mag7 cresceu 30% nos três primeiros trimestres de 2025, contra 6% para o S&P 493.

O crescimento das empresas tecnológicas teve outro efeito indireto: contribuiu para o aumento do índice. Vejamos uma medida comum de acessibilidade, o rácio preço/lucro (PER, *Price-to-Earnings Ratio*), que relaciona a capitalização de uma empresa com a sua capacidade de gerar lucros. Com efeito, o PER do S&P 500, medido em relação aos resultados dos últimos 12 meses, oscilou entre 27 e 28 pontos nas últimas semanas, acima da sua média histórica (20,2 desde 1990) e no intervalo elevado da sua distribuição histórica (em 90% das sessões desde 1990, este rácio foi inferior a 27,3).

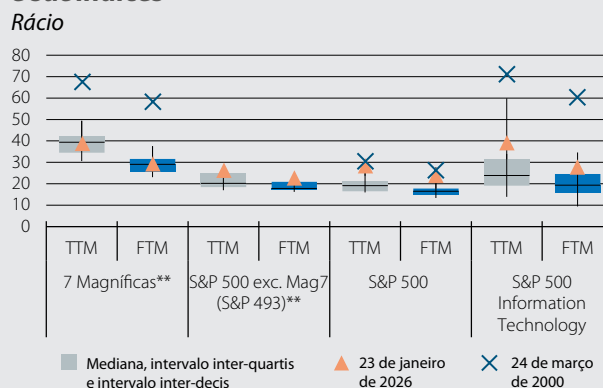
1. NVIDIA, Alphabet, Microsoft, Apple, Amazon, Meta e Tesla.
2. Bloomberg Magnificent 7 Price Return Index e Bloomberg 500 excluindo o Magnificent 7 Price Return Index.
3. Microsoft, Cisco Systems, Intel, IBM, Oracle, HP e Texas Instruments.

Capitalização do S&P500 representada por cada empresa (%)



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

Distribuição histórica do PER retrospectivo (TTM) e prospetivo (FTM) do S&P 500* e subíndices



Notas: * O PER retrospectivo utiliza os lucros dos últimos 12 meses e o PER prospetivo utiliza as expetativas de lucro para os próximos 12 meses. ** O PER das 7 Magníficas e do S&P 493 é calculado com base nos índices Bloomberg Magnificent 7 PR e Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR. Para a referência do ano 2000, consideram-se as 7 maiores empresas tecnológicas da época. O PER FTM das 7 Magníficas em 2000 é calculado com base nos seus lucros efetivos um ano depois, e não nas expetativas. Para o S&P 500 e o seu subíndice de empresas tecnológicas, o gráfico de caixa de bigodes mostra o intervalo histórico disponível (1990 até ao presente). Para os índices Bloomberg Magnificent 7 e Bloomberg 500 exc. Magnificent 7, é apresentado desde 2015 até ao presente.

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

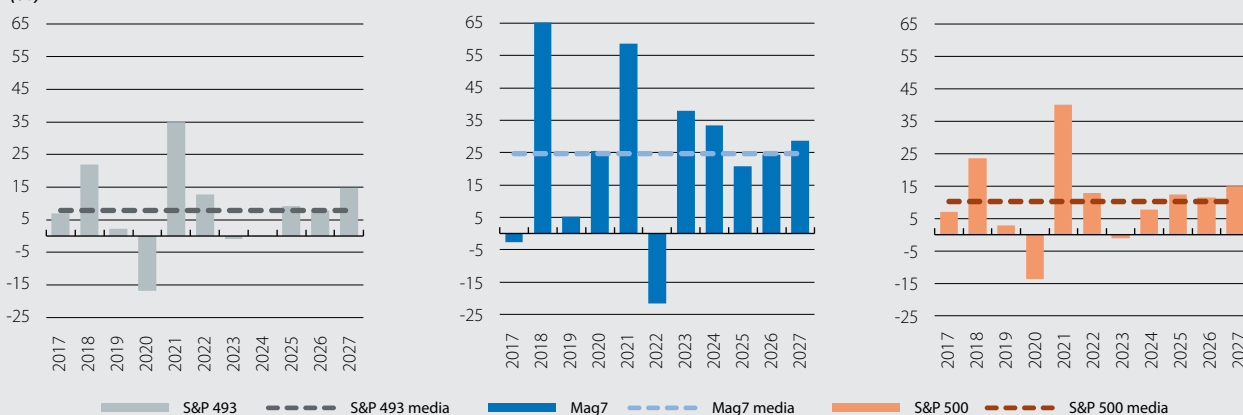
Esta situação é em parte explicada pela concentração acima referida, uma vez que as Mag7 e as empresas tecnológicas em geral⁴ têm atualmente o PER mais elevado do índice, o que também é historicamente⁵ comum e se explica pelas elevadas expetativas de lucros a longo prazo que os investidores tendem a ter para estas empresas.

De facto, em termos históricos, o PER das empresas tecnológicas não é assim tão elevado em relação aos seus ganhos

4. Considere aqui o subíndice do setor das empresas de tecnologias da informação do S&P 500.
5. Excluindo o setor imobiliário, que, no entanto, tem um peso relativo muito inferior (cerca de 16 vezes inferior) ao do setor tecnológico.

Crescimento anual registado e previsto dos lucros em cada índice

(%)



Nota: Índices Mag7: Bloomberg Magnificent 7 PR e S&P493: Bloomberg 500 exceto Magnificent 7 PR.

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

recentes e esperados. Deste modo, se compararmos os níveis atuais do PER com os do pico da bolha *dotcom*, o PER das Mag7 está agora próximo dos 40 pontos, medido com base nos resultados dos últimos 12 meses, e em torno dos 30, medido com base nas expetativas de resultados dos próximos 12 meses; níveis consideravelmente inferiores aos das sete maiores empresas tecnológicas capitalizadas na altura, que se situavam em 69 e 59, respetivamente.⁶

No entanto, a subida do S&P 500 não se explica apenas pela concentração nas Mag7 e no resto da tecnologia. O otimismo em relação à IA também favoreceu a revalorização das empresas industriais (em particular as expostas à construção de centros de dados, bem como as mais ligadas à defesa e à indústria aeroespacial). O setor financeiro, o segundo maior setor do índice e com um PER historicamente baixo, também se encontra num nível elevado da sua distribuição histórica (acima de 18 PER medido em relação aos lucros dos últimos 12 meses, próximo do percentil 90 da sua distribuição histórica).

Finalmente, é de salientar que o PER do S&P 500 também é elevado se ajustarmos o ciclo (considerando o seu preço em relação aos ganhos reais, ajustados pela inflação, nos últimos 10 anos). Em conformidade com este PER de longo prazo (ou CAPE, em inglês), o índice ainda não está tão stressado como na bolha *dotcom* (39,9 pontos estimados em dezembro de 2025, em comparação com um pico de 44,2 em dezembro de 1999), embora já se encontre em níveis historicamente elevados.

Normalmente, um CAPE elevado sugere reversões médias nos preços, embora não diga nada sobre quando é que isso pode ocorrer. Porém, os dois fatores mais críticos para a sustentabilidade do cenário são as expetativas de crescimento dos lucros e as taxas de juro, que afetam o valor atual líquido

do (ou seja, o desconto para o dia de hoje) dos lucros futuros esperados.

As expetativas de crescimento dos resultados dos analistas são ambiciosas, mas, pelo menos no horizonte de curto prazo, não estão desfasadas da média histórica, tanto para as Mag7 como para o resto das empresas. Para as Mag7, espera-se um crescimento do benefício por ação (BPA) de 24,4% nos próximos 12 meses, face a uma média de crescimento do benefício líquido agregado das sete empresas de 24,7% desde 2017.⁷ Para o resto do índice, prevê-se um crescimento dos lucros por ação de 8%, em comparação com 7,8% em média desde 2017. No que respeita ao S&P 500 no seu conjunto, as expetativas apontam para um crescimento dos lucros por ação de 11,7%, contra uma média de 10,2% desde 2017.

Em contrapartida, um eventual agravamento das taxas de juro dos EUA reduziria o valor atual dos rendimentos esperados, não só devido a um fator de desconto, mas também devido a custos de financiamento mais elevados. A este respeito, existe uma relação sistematicamente negativa entre as taxas de juro e os rácios de avaliação.⁸ Embora as taxas de juro sejam historicamente elevadas, vários riscos (tensões geopolíticas, comerciais e fiscais) não permitem excluir novas subidas.

Em resumo, a IA catalisou a concentração no S&P 500 e, por conseguinte, sobrecarregou o índice relativamente aos ganhos das suas empresas. Apesar de os indicadores de acessibilidade não estarem ainda, no caso das empresas tecnológicas, tanto sob pressão como na bolha *dotcom*, assentam em expetativas de crescimento exigentes, bem como em pressupostos macroeconómicos que são sempre delicados no contexto atual, como o de que as taxas de juro não se tornarão mais restritivas.

6. No caso do PER previsional das 7 Magníficas para o ano 2000, não são as expetativas do mercado que são tomadas em consideração, mas sim os lucros efetivamente registados nos 12 meses seguintes. A queda dos lucros do conjunto destas empresas conduziu a um PER de 76 no 3T de 2000.

7. O lucro líquido é tido em conta para evitar efeitos de recompra de ações.

8. A partir de 2019, um aumento anual de 25 pontos base na taxa de juro real a 10 anos (obrigação indexada à inflação dos EUA) está associado a uma contração do PER a prazo do S&P 500 em cerca de 3%.

Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal

Os prémios de risco marcaram uma época económica e política na Zona Euro.¹ Sujeitos a pressões extremas entre 2011 e 2013, foram um indicador do risco de rutura da união monetária e deram origem a expressões efémeras como o *whatever it takes* de Mario Draghi.² Nos últimos anos, o cenário económico e político também não tem sido fácil para a Zona Euro, mas os prémios de risco conseguiram fechar 2025 em mínimos de mais de 15 anos: Portugal, Espanha e Itália, que em 2012, quando a taxa alemã rondava os 1,5%, viram os seus prémios aumentar mais de 1.500 p. b., 600 p. b. e 500 p. b., respetivamente, terminaram 2025 a 30 p. b., 43 p. b. e 70 p. b.

Na última década, os prémios de risco encontraram um meio-termo entre a bonança dos anos 2000 (quando as obrigações do Tesouro eram transacionadas no mercado praticamente sem distinção entre países) e o stress da crise da dívida soberana de 2010-2012. Neste ponto intermédio, os investidores discriminam em função da saúde macroeconómica e financeira de cada país, sem pôr em causa a sobrevivência do euro. Por conseguinte, o abrandamento dos prémios de risco portugueses e espanhóis foi acompanhado de uma clara melhoria do seu desempenho macroeconómico em relação à Alemanha, de um compromisso claro com a sustentabilidade orçamental e da recuperação das suas notações de crédito pelas agências de *rating* (ver quadro). A França, pelo contrário, com um desempenho económico fraco e uma deterioração das suas contas públicas e da sua notação de crédito, assistiu a um ajustamento em alta do seu prémio de risco (de cerca de 30 p. b. antes da pandemia para cerca de 70 p. b. no final de 2025).

A relação entre os fundamentos macroeconómicos e os prémios de risco pode ser formalmente estabelecida. As taxas de juro das obrigações do Estado dependem de fatores fundamentais como o endividamento e o crescimento económico (que determinam a capacidade de pagamento de um Estado), da política monetária do BCE e de fatores globais como as taxas de juro de outras economias (que oferecem uma oportunidade de investimento alternativa) e da apetência dos investidores pelo risco. Com base na relação histórica entre todos estes ingredientes e as taxas de juro, podemos quantificar um pré-

1. Neste artigo, o prémio de risco refere-se ao diferencial entre a taxa de juro dos títulos do Tesouro a 10 anos de um país da Zona Euro e a sua contraparte alemã.

2. Em 26 de julho de 2012, o Presidente do BCE, Mario Draghi, afirmou que faria o que fosse necessário («*whatever it takes*») para preservar o euro. As suas palavras tornaram-se um símbolo da sobrevivência da Zona Euro. Ver «Mario Draghi e o seu “parole, parole”» no IM01/2018.

Justificação macroeconómica para os prémios de risco e as taxas soberanas

	Previsão PIB		Previsão inflação		Dívida pública		Rating	
	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025
França	1,1	1,0	1,1	1,3	96	116	AA	A+
Itália	0,9	0,7	0,9	1,4	135	136	BBB	BBB
Espanha	1,6	2,2	0,9	2,1	104	100	BBB	A
Portugal	1,3	2,1	0,7	2,0	133	91	BB	A
Alemanha	1,8	1,0	1,7	2,0	74,5	63	AAA	AAA

Nota: Previsões do PIB e da inflação a um ano de acordo com a Consensus Forecasts ou o consenso da Bloomberg; Dívida pública como % do PIB (previsão da Comissão Europeia para dez. 2025); rating composto da Bloomberg (notação de crédito média da Fitch, Moody's e S&P).

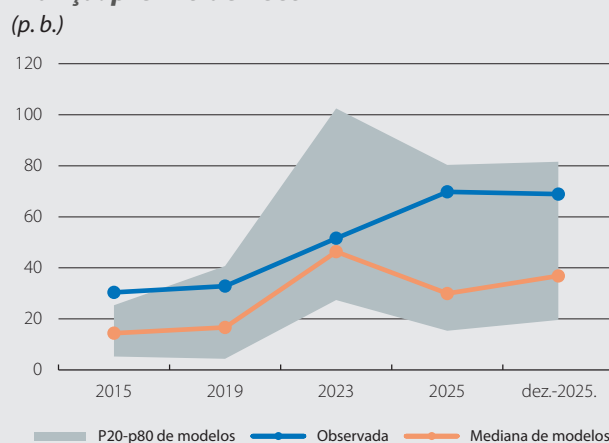
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Consensus Forecasts, Eurostat e Bloomberg.

Prémio de risco soberano: média para França, Itália, Espanha e Portugal



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

França: prémio de risco



Nota: P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

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

mio de risco soberano coerente com os fundamentos macroeconómicos.^{3,4}

Tal como mostra o primeiro gráfico, os fundamentos macroeconómicos têm sido um bom indicador dos prémios de risco soberano observados no mercado nos últimos anos. Com efeito, a moderação sustentada dos principais prémios de risco da Zona Euro está claramente em linha com o que os fundamentos preveem. No entanto, a situação é um pouco diferente consoante o país.

Ao contrário das economias periféricas tradicionais, a França tem sofrido de um prémio de risco persistentemente mais elevado nos últimos anos. Este reajustamento do mercado não se deve apenas a alguma mudança no sentimento dos investidores,⁵ mas reflete também uma mudança nos fundamentos macroeconómicos: nos últimos anos, este país sofreu uma clara deterioração das suas contas públicas (a sua dívida está estimada em quase 120% em 2025, com um défice público previsto de 5,4% e que deverá manter-se elevado), perdendo dinamismo económico e vendo a sua notação de crédito ser reduzida pelas três principais agências de *rating*.

A Itália, inicialmente marcada por níveis piores de dívida pública e de notação de crédito, conseguiu corrigir a situação em 2025 e atingir o seu prémio de risco mais baixo desde 2008, com uma notável correção do défice público (de 7,2% em 2023 para 3,0% previstos em 2025) e uma resiliência que lhe permitiu obter, em 2025, uma subida de um nível no seu *rating* soberano junto das três principais agências.

No extremo oposto, Espanha e Portugal registam uma melhoria muito mais sustentada dos seus prémios de risco. Esta melhoria é muito visível nos prémios cotados nos mercados financeiros (mínimos de 2008 em ambos os casos) e reflete-se claramente na evolução prevista pelos fundamentos: as duas economias lideram o crescimento económico da Zona Euro em 2025, têm vindo a reduzir de forma constante a sua dívida pública e, no último ano, registaram melhorias generalizadas no seu *rating* soberano.

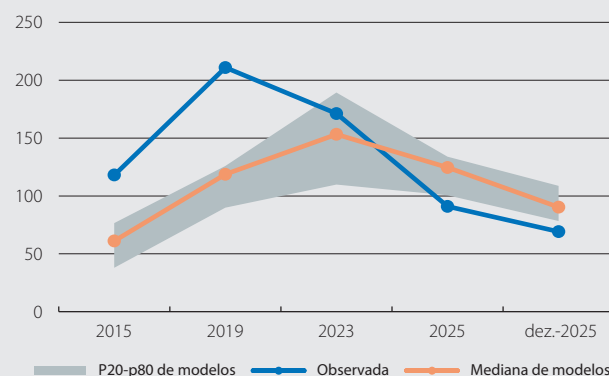
Globalmente, o exercício sugere que a evolução dos fundamentos macroeconómicos pode explicar o comportamento dos prémios de risco soberano nos últimos anos, desde a melhoria na periferia tradicional até à deterioração em

3. Apresentamos um modelo macro de taxas de juro em «A fragilidade macroeconómica das taxas de juro» (IM10/2020). Com base nesse exercício, estimamos agora uma regressão de painel para os prémios de risco da Áustria, Bélgica, França, Itália, Irlanda, Espanha, Países Baixos e Portugal, com dados entre janeiro de 2000 e dezembro de 2025 e as seguintes variáveis explicativas: expectativas para a Euribor a 3 meses, o crescimento real do PIB e a inflação, o rácio da dívida pública em relação ao PIB, um indicador de volatilidade do mercado bolsista, os ativos de dívida pública comprados pelo Eurosistema, o *rating* soberano e um indicador de tensões da Zona Euro (uma variável binária igual a 1 se um prémio de risco soberano se tornar fortemente tensionado).

4. Além da estimativa de referência, refletimos a incerteza que rodeia estes exercícios fazendo 20 estimativas alternativas, nas quais excluimos individualmente o PIB, a inflação, a Euribor a 3 meses, a dívida pública, os ativos do BCE e o *rating* e, em cada caso, com três amostras temporais (até 2019, até 2022 e até 2025).

5. Entre 2023 e 2025, o prémio passou do meio do intervalo previsto pelos fundamentos para o extremo superior do intervalo.

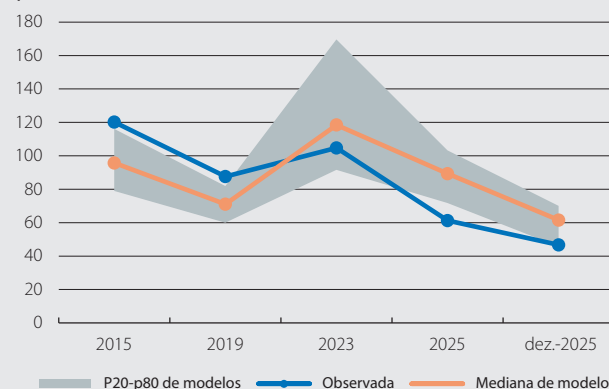
Itália: prémio de risco (p. b.)



Nota: P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

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

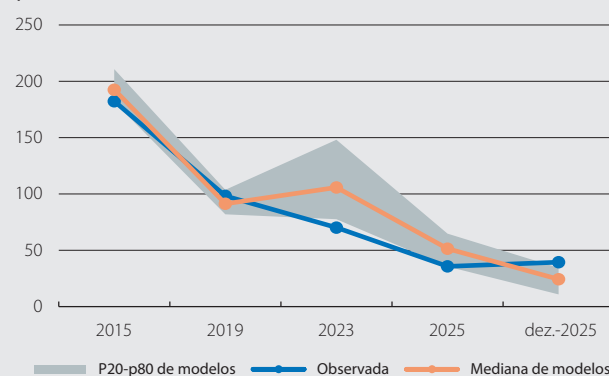
Espanha: prémio de risco (p. b.)



Nota: P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

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

Portugal: prémio de risco (p. b.)



Nota: P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

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

França. Porém, o exercício também mostra que existe uma gama de prémios de risco coerente com os mesmos fundamentos macroeconómicos.⁶ Para manter os mercados ancorados na faixa mais favorável deste intervalo, será importante reforçar a solidez dos fundamentos, especialmente tendo em conta o ambiente global desafiante.

6. Ver nota de rodapé 4.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0,0	-75,0
Euribor 3 meses	2,03	2,03	1	0,5	-57,5
Euribor 12 meses	2,23	2,24	-2	-1,7	-30,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	2,01	-4	-4,2	-23,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,09	2,12	-3	-3,3	-11,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,84	2,86	-1	-1,2	32,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,21	3,29	-8	-7,6	9,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,20	3,15	5	5,1	28,2
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,66	3,65	1	0,9	-63,1
Dívida pública a 1 ano	3,46	3,47	-1	-0,9	-69,5
Dívida pública a 2 anos	3,52	3,47	5	4,9	-68,5
Dívida pública a 10 anos	4,24	4,17	7	6,9	-28,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	51	1	0,8	-1,8
Itraxx Financeiro Sénior	54	54	-1	-0,6	-5,8
Itraxx Financeiro Subordinado	91	93	-2	-1,7	-13,8

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,185	1,175	0,9	0,9	14,1
EUR/JPY (ienes por euro)	183,430	184,010	-0,3	-0,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,866	0,872	-0,6	-0,6	3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	154,780	156,710	-1,2	-1,2	0,3

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	120,7	109,7	10,0	10,0	17,5
Brent (\$/barril)	70,7	60,9	16,2	16,2	-8,0
Ouro (\$/onça)	4.894,2	4.319,4	13,3	13,3	75,1

Mercado acionista

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.939,0	6.845,5	1,4	1,4	14,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.947,8	5.791,4	2,7	2,7	12,6
Ibex 35 (Espanha)	17.880,9	17.307,8	3,3	3,3	44,0
PSI 20 (Portugal)	8.662,2	8.263,7	4,8	4,8	32,6
Nikkei 225 (Japão)	53.322,9	50.339,5	5,9	5,9	34,9
MSCI emergentes	1.528,1	1.404,4	8,8	8,8	39,5