

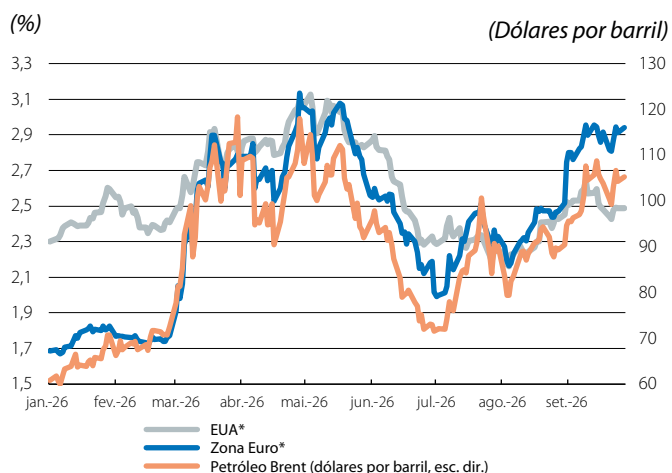
A geopolítica e a política orçamental penalizam os mercados financeiros

O conflito no Irão e as preocupações orçamentais a longo prazo ditaram a evolução do mercado. O bloqueio do estreito de Ormuz manteve elevados os preços da energia e as expectativas de inflação, levando o BCE, a Fed e o Banco do Japão a aumentar as taxas de juro. No entanto, no final do mês, os responsáveis do BCE e da Fed moderaram o tom restritivo dos seus discursos, o que reduziu as expectativas dos investidores quanto às taxas de juro nos próximos 12 meses, bem como quanto à possibilidade de novos aumentos em outubro. As expectativas em relação aos bancos centrais e as preocupações orçamentais fizeram subir acentuadamente as *yields* da dívida soberana nas principais economias desenvolvidas. Na periferia da Zona Euro, o prémio de risco de França liderou o alargamento dos diferenciais, impulsionado pelo início das negociações relativas ao Orçamento para 2027 e pelas dificuldades do Governo francês em implementar uma correção do défice. Esta situação exerceu pressão sobre o euro (já penalizado por um dólar que beneficiou significativamente da subida das taxas de juro pela Fed) e sobre as bolsas europeias, enquanto, nos EUA, o setor tecnológico e os semicondutores deram algum suporte aos índices bolsistas. As taxas de juro reais mais elevadas nos EUA e a valorização do dólar também penalizaram os metais preciosos, ao reduzirem a sua atratividade relativa enquanto reserva de valor.

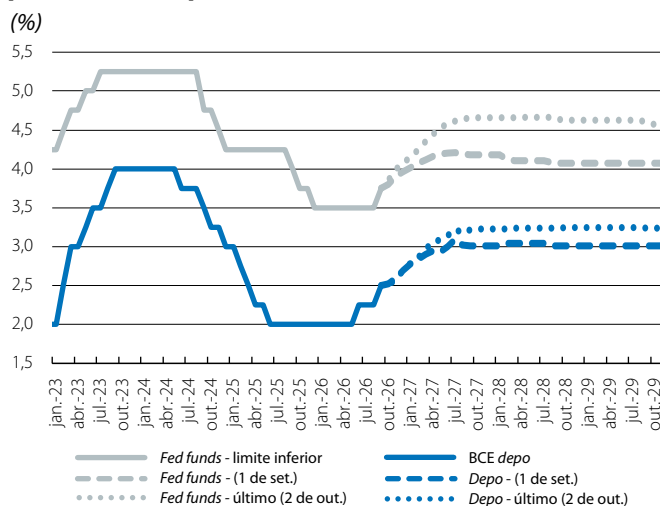
Os bancos centrais aumentaram as taxas de juro, mas moderaram o tom dos seus discursos no final do mês. O BCE aumentou as taxas de juro em 25 p. b., colocando a taxa *depo* em 2,50%, enquanto a Fed fixou os *fed funds* no intervalo de 3,75%-4,00%. Em ambos os casos, o aumento das taxas foi justificado pelas pressões inflacionistas persistentes. Ainda assim, o tom dos seus responsáveis tornou-se mais moderado na última semana do mês. No que diz respeito ao BCE, Lagarde defendeu que a economia continua num cenário de «endurecimento monetário controlado» e salientou que os movimentos mais recentes do mercado, com taxas de juro de longo prazo mais elevadas, também tornam as condições financeiras mais restritivas e contribuem para reduzir as pressões inflacionistas. Nos Estados Unidos, após a inflação PCE de agosto ter surpreendido em baixa, tanto Williams (Fed regional de Nova Iorque) como o vice-presidente Jefferson defenderam uma análise dos dados sem precipitações. Assim, os investidores passaram a descontar uma menor probabilidade de subidas em outubro para ambos os bancos centrais (o cenário central é de pausa em outubro) e apenas mais três subidas de juros em ambos os lados do Atlântico (contra as quatro adicionais que chegaram a ser negociadas). Também os *swaps* de inflação da Zona Euro a 1 e 2 anos caíram acentuadamente na última semana, embora se tenham mantido acima dos níveis de agosto (descontando taxas médias de inflação em torno dos 3% nos próximos dois verões).

Forte subida das *yields* soberanas e alargamento dos *spreads* na Zona Euro. As *yields* dos títulos do Tesouro de longo prazo atingiram máximos de várias décadas, embora o tom mais *dovish* dos bancos centrais no final do mês tenha atenuado parte das subidas. Nos Estados Unidos, a curva deslocou-se acentuadamente para cima (cerca de 45 p. b. em média nos diferentes prazos), com o *treasury* a 10 anos a superar os 5,20%. A curva, que se manteve achatada durante grande parte do mês, voltou a apresentar inclinação no final do mês: as taxas de curto prazo moderaram as subidas, à medida que diminuíram as expectativas de novas subidas por parte da Fed, enquanto os prazos mais longos permaneceram sob pressão devido às preocupa-

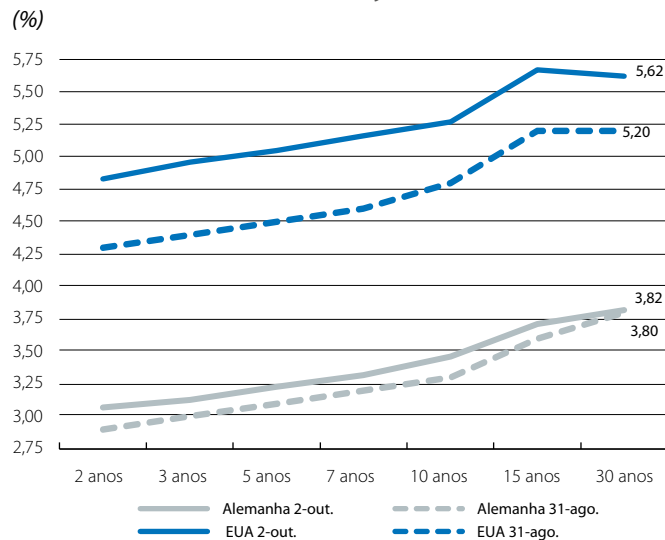
Swaps de inflação para os próximos dois anos e Brent



Fed e BCE: expectativas de taxas de juro descontadas pelas taxas implícitas do mercado monetário



Alemanha e EUA: curvas das *yields* soberanas



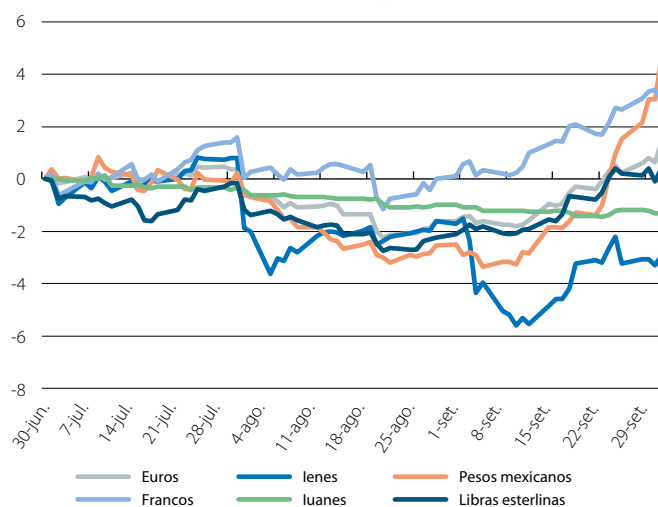
ções orçamentais, levando o *treasury* a 30 anos a atingir máximos desde 2002. Na Zona Euro, embora também se tenham registado subidas das taxas de juro, os investidores procuraram refúgio na dívida alemã e pressionaram em baixa as taxas de juros dos *bunds*, sobretudo nos prazos mais curtos, o que também contribuiu para uma maior inclinação da curva. Por outro lado, o diferencial francês alargou-se em mais de 50 p. b., ultrapassando os 140 p. b., o que gerou, no final do mês, algum contágio à dívida italiana e grega. As dívidas espanhola e portuguesa registaram um melhor desempenho relativo, com alargamentos próximos dos 15 p. b. e, apesar da subida, mantiveram-se em níveis comparativamente baixos (e inferiores à média de 2024).

A subida das taxas de juro pela Fed valorizou o dólar, enquanto a crise em França penalizou o euro. A moeda norte-americana valorizou-se ao longo do mês face às suas principais moedas homólogas (3% no índice DXY da taxa de câmbio efetiva nominal), impulsionada pela subida das taxas de juro por parte da Reserva Federal, que conseguiu transmitir aos investidores uma menor tolerância em relação ao atual ritmo de desinflação. Face ao euro, este movimento prolongou-se com o alargamento do prémio de risco francês e a incerteza política, o que levou o EURUSD a desvalorizar-se mais de 3% no mês. O euro também perdeu terreno face à libra e ao franco suíço, com este último a beneficiar da procura por ativos de refúgio. Por outro lado, o iene, que começou o mês a valorizar-se após as intervenções do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no mercado cambial em agosto, voltou a perder terreno no final do mês. Entre as moedas emergentes, que também foram penalizadas pela valorização do dólar e pelas elevadas taxas de juro nos EUA, destacou-se a desvalorização do peso mexicano, próxima dos 8%.

O setor tecnológico acentuou a diferença face às restantes empresas cotadas em bolsa. O otimismo em torno da IA continuou a apoiar as empresas norte-americanas mais expostas ao setor, o que aumentou a concentração nos principais índices e também as divergências face às bolsas europeias. Dessa forma, o forte avanço do setor dos semicondutores e das «Magnificent 7» permitiu que o S&P 500 terminasse o mês praticamente estável e que o Nasdaq-100 registasse uma ligeira subida, num mês globalmente fraco para os mercados bolsistas. Ainda assim, a amplitude do mercado foi reduzida e tanto o S&P 500 equiponderado como o Dow Jones e o Russell 2000, composto por empresas de menor capitalização, registaram perdas. Na Zona Euro, tanto os índices regionais como os índices nacionais das principais economias acumularam quedas entre 4% e 6%, tendo o CAC 40 francês registado o pior desempenho relativo. Por setores, no índice pan-europeu Stoxx 600, o setor automóvel e os setores mais expostos a taxas de juro elevadas registaram as maiores quedas, tendo apenas os setores energético e tecnológico registado ganhos no mês.

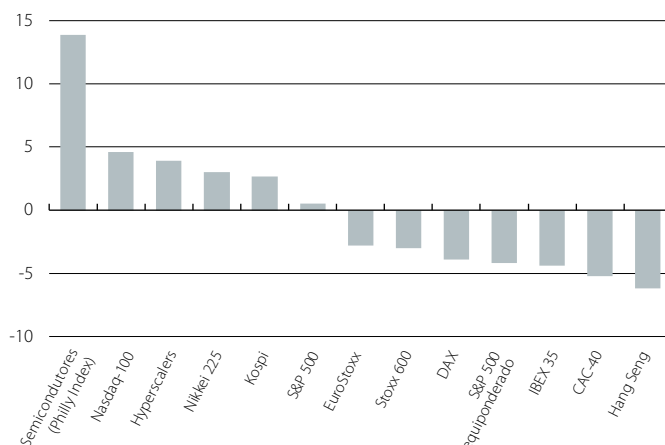
O petróleo manteve-se em níveis elevados, apesar da volatilidade registada na última semana. Depois de ter chegado aos 110 dólares por barril, impulsionado pelo conflito no Médio Oriente, o Brent corrigiu parte dos ganhos após a Arábia Saudita ter retomado os fluxos através de um oleoduto alternativo e os EUA terem recorrido parcialmente às suas reservas estratégicas. Ainda assim, o Brent encerrou acima dos 100 dólares por barril e acumulou uma valorização superior a 10% no período. O gás natural também prolongou as subidas, com o TTF holandês a avançar cerca de 5%, para mais de 70 euros/MWh, numa altura em que começa a aumentar a procura sazonal na Europa. Por sua vez, os metais preciosos ampliaram as suas perdas (cerca de 6% no caso do ouro), com o seu apelo como valor seguro a ser diminuído pelas elevadas taxas reais e pela força do dólar.

Evolução das moedas selecionadas face ao dólar (% de valorização do dólar desde 30 de junho)



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

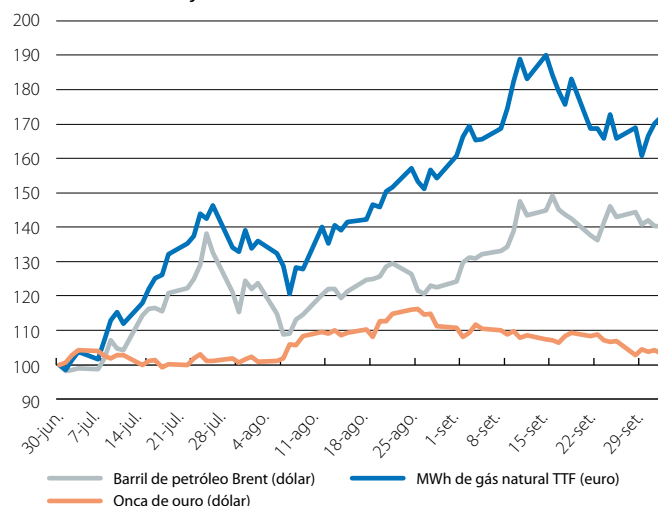
Desempenho nos principais índices do mercado de ações em setembro (%)*



Nota: * Variação acumulada entre 31 de agosto e 2 de outubro.

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

Evolução dos preços da energia e do ouro Índice (100 = 30 de junho de 2026)



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

Perspetivas e condições financeiras para a economia internacional: outono de 2026

O conflito no Médio Oriente e as perturbações que provoca continuam a marcar o ritmo da economia internacional. Por enquanto, a atividade tem-se mantido resiliente e as pressões inflacionistas, embora significativas, têm-se limitado ao setor energético, sem sinais de efeitos indiretos significativos sobre os preços dos restantes produtos. No entanto, o prolongamento do conflito e a incerteza que este suscita provocaram uma mudança de rumo por parte dos bancos centrais e os primeiros aumentos das taxas de juro.

O ponto de partida deste cenário são os preços da energia relativamente elevados. As nossas previsões baseiam-se nos futuros do petróleo e do gás cotados nos mercados financeiros, com uma trajetória que, no ponto de corte,¹ aponta para uma distensão gradual, embora não total, nos próximos trimestres: o barril de Brent entre os 80 e os 90 dólares no último trimestre do ano e entre os 75 e os 80 dólares em 2027; gás TTF ligeiramente abaixo dos 70 euros até ao final de 2026 e a descer para cerca de 40 euros ao longo de 2027. Além disso, os riscos na zona do ponto de partida são elevados. Os preços da energia têm demonstrado uma rápida capacidade de estabilização caso o conflito no Médio Oriente seja resolvido. No entanto, o encerramento do Estreito de Ormuz está a esgotar as reservas que permitiram amortecer a perturbação dos fluxos,² e as perspetivas tornaram-se mais incertas após a tentativa mal sucedida de resolução no verão. Assim, os mercados financeiros antecipam uma ampla gama de cenários para a evolução dos preços do petróleo, com uma clara tendência para a manutenção das perturbações (ver o primeiro gráfico).

Tendo em conta a evolução prevista para os preços da energia, é provável que, nos próximos meses, economias como as dos EUA e da Zona Euro registem um aumento da inflação para valores superiores a 3,5% e que esta se aproxime mesmo dos 4%, impulsionada pela energia e, em particular, pelos combustíveis.³ A partir da primavera de 2027, a inflação deverá diminuir de forma acentuada⁴ e regressar a níveis mais próximos dos 2,5%. Um dos fatores

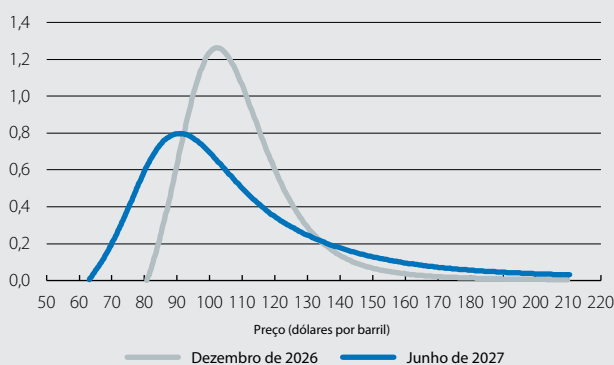
1. Cotações médias de 14 dias até o início de setembro.

2. A AIE estima uma queda na oferta mundial de crude de cerca de 5% em 2026, repartida em partes praticamente iguais entre o consumo das reservas e o ajuste da procura.

3. Os principais componentes da inflação energética são os combustíveis e a eletricidade. Até agora, a maior parte do choque tem-se concentrado nos combustíveis, enquanto os desfasamentos na transmissão e o aumento da produção de energias renováveis (que reduz o papel do gás enquanto fonte marginal de produção) têm atenuado o impacto sobre os preços da eletricidade.

4. Por efeitos de base no setor energético, uma vez que o denominador da inflação homóloga já irá incorporar os primeiros meses do conflito.

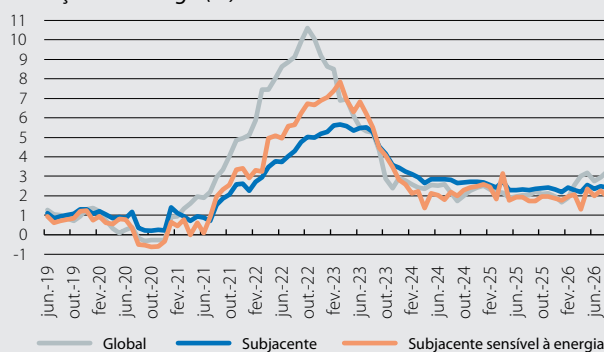
Petróleo Brent: distribuição de preços de acordo com o mercado de opções (%)



Nota: Distribuições implícitas nos preços das opções sobre os futuros do Brent com vencimento em dezembro de 2026 e junho de 2027, cotados no final de setembro de 2026.
Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados da Bloomberg.

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%)



Notas: O IHPC subjacente exclui a energia e todos os alimentos. A componente da inflação subjacente sensível à energia inclui apenas as rubricas do IHPC subjacente cujo setor produtivo apresenta uma elevada intensidade energética (de acordo com dados das tabelas input-output; Ver Focus «Inflação europeia: radiografia após o choque do Médio Oriente» no IM07/2026).

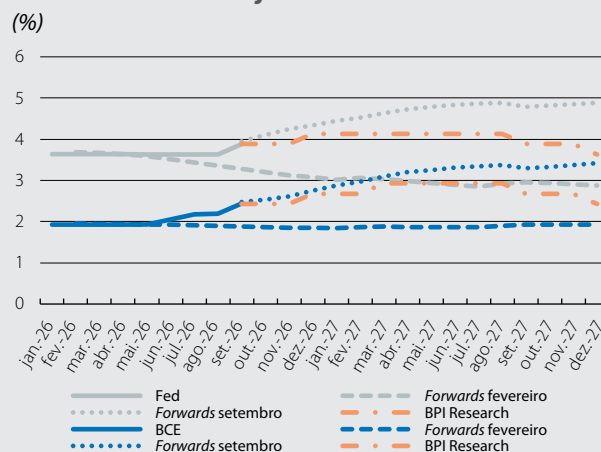
Fonte: BPI Research, com base em cálculos próprios e dados do Eurostat.

decisivos será saber se, nessa altura, a inflação dos preços da energia já se terá repercutido nos restantes preços. Por enquanto, os efeitos indiretos são limitados e o contexto contribui para que assim continue, graças a uma política monetária restritiva, a uma política orçamental menos acomodatória do que no passado e a uma atividade económica resiliente, mas não em expansão. No entanto, três fontes de risco provêm dos derivados do crude (como o gasóleo, com uma procura diversificada em termos de utilizações e ao qual se somam as tensões decorrentes da guerra na Ucrânia e as restrições às exportações), dos alimentos (aumento do preço dos fertilizantes, fenómenos meteorológicos extremos) e da ameaça de perturbações nas cadeias de abastecimento globais (por exemplo, ataques no Mar Vermelho).

Foi o agravamento dos riscos inflacionistas, provocado por um conflito mais prolongado e incerto, que levou os bancos centrais a aumentarem as taxas de juro. No que diz respeito aos dados propriamente ditos, as pressões sobre os preços subjacentes praticamente não se alteraram desde o conflito (ver o segundo gráfico). Porém, quanto mais tempo durarem as perturbações, maior será o risco de estas se repercutirem nos restantes preços e de a inflação ganhar impulso, razão pela qual tanto a Reserva Federal como o BCE começaram a subir as taxas de juro. Além disso, a resiliência que caracteriza a atividade dá margem a ambos os bancos centrais para tornarem a política monetária um pouco mais restritiva. Tudo isto leva-nos a prever que a Fed e o BCE acabem por elevar as taxas de juro para 4,00%-4,25% e 3,00%, respetivamente, mas que a melhoria da inflação ao longo de 2027 permita flexibilizar a política monetária com relativa rapidez.⁵

Assim, a atividade económica enfrenta um contexto de preços energéticos mais elevados, taxas de juro mais elevadas e maior inflação. Ao mesmo tempo, o conjunto das condições financeiras é menos restritivo do que poderia parecer, graças ao efeito compensador do bom desempenho dos mercados acionistas desde o início do ano e à relativa estabilidade das taxas de câmbio, enquanto o *boom* de investimento associado à IA ajuda a atenuar o impacto negativo do conflito no Médio Oriente. Até ao momento, a atividade económica tem-se revelado resiliente: o PIB da Zona Euro cresceu a um ritmo anualizado ligeiramente superior a 1% no primeiro semestre de 2026⁶ e o dos EUA a um ritmo ligeiramente inferior a 2%, enquanto o PIB da China se manteve na faixa de 4,5% a 5,0% em termos homólogos, tal como pretendido pelas

Fed e BCE: taxas de juro de referência



Nota: Dados e forwards para o FFR efetivo (Fed) e a ESTR (BCE).

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

autoridades. Além disso, nos últimos meses, indicadores como os PMI apontam para uma recuperação da confiança para máximos do ano, o que nos leva a antecipar a manutenção de um crescimento económico relativamente sólido, sustentado pela robustez do mercado de trabalho.

Há diferenças regionais por trás desse quadro. A Zona Euro está relativamente mais exposta ao aumento dos preços da energia devido à sua dependência das importações de combustíveis fósseis, mas beneficia do impulso dos planos de investimento e de despesas na área da defesa. Adicionalmente, contrastam o dinamismo da periferia e a reacceleração da Alemanha com a estagnação da França. Por seu lado, a maior autonomia energética dos EUA reduz o impacto direto do choque, enquanto a atividade econó-

Zona Euro: crescimento da atividade desde o início de 2026

(contribuição para o PIB ou VAB, p. p.)



Notas: No PIB e no VAB, apresenta-se o contributo de cada trimestre para o crescimento acumulado até ao 2T de 2026 (face ao 4T de 2025). Para as componentes da procura e os setores, apresenta-se o respetivo contributo para o PIB ou VAB total do trimestre correspondente. Dados corrigidos de sazonalidade e de efeitos de calendário.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

5. Os mercados estão a prever um aperto monetário mais agressivo, com taxas mais elevadas durante mais tempo.

6. A Zona Euro cresceu a um ritmo médio de 1,3% em cadeia anualizado (1,2% sem a Irlanda). A Alemanha cresceu 1,6%, Espanha 2,7% e a Itália 1,0%. França, por outro lado, registou uma contração a um ritmo trimestral de 0,3% em termos anualizados.

mica norte-americana beneficia particularmente do forte *boom* associado à IA. No entanto, a persistência da inflação e uma política monetária restritiva representam também um travão para a procura interna. A economia chinesa, por seu lado, combina a fraqueza do setor imobiliário e da procura interna com a resiliência das suas elevadas reservas de petróleo e o impulso das exportações de bens de maior valor acrescentado (relacionados com tecnologias verdes e IA).

Tudo isto delinea um cenário exigente, mas não necessariamente negativo. No Médio Oriente, as perturbações no setor energético e as tensões geopolíticas continuarão a ditar o rumo da economia, o que se traduz em perspetivas suscetíveis de se alterarem de forma rápida e em várias direções. O ciclo de investimento na IA também gera riscos de dois tipos: pode impulsionar o crescimento através de uma maior procura e de uma maior produtividade, ou, pelo contrário, condicioná-lo caso alimente novos episódios de turbulência financeira.⁷ Tudo isto sem esquecer o contexto de elevada dívida pública e de taxas de juro mais altas, com um escrutínio crescente por parte dos investidores sobre economias como a francesa ou a norte-americana, nem as tensões comerciais. Ainda assim, o regime pautal dos EUA estabilizou no último ano e, embora tenha sofrido alterações na sua forma jurídica, mantém uma orientação semelhante e o objetivo de uma tarifa média próxima de 10% sobre as importações provenientes do resto do mundo.

7. Os últimos trimestres já trouxeram alguns exemplos: o delicado equilíbrio entre as avaliações elevadas das empresas ligadas à IA e as suas ambiciosas expectativas de lucros, o risco de disrupção nos setores tradicionais e a concorrência pelo financiamento (que contribui para a subida das taxas de juro da dívida soberana).

Previsões: atividade e preços

Variação anual (%)

	PIB			Inflação		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
EUA	2,3	2,1	1,9	2,6	3,3	2,3
		2,6	2,0		2,6	2,2
Zona Euro	1,3	1,0	1,4	2,1	3,0	2,6
		1,3	1,5		1,9	2,0
Alemanha	0,3	1,1	1,1	2,3	2,8	2,5
		1,0	1,4		2,0	2,1
França	0,9	0,5	0,9	0,9	2,4	2,3
		1,0	1,2		1,3	1,7
Itália	0,7	0,9	0,8	1,6	2,7	2,5
		0,8	1,1		1,5	1,8
China	5,0	4,5	4,0	0,1	1,0	1,5
		4,5	4,0		1,0	1,5

Notas: Média do período. Em azul e itálico, previsões anteriores ao conflito no Médio Oriente (fevereiro de 2026).

Fonte: BPI Research.

Previsões: ambiente financeiro

	Média anual			Fim do período		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Petróleo Brent (dólares por barril)	68,2	86,8	78,5	61,6	83,7	75,9
		67,2	65,4		66,0	64,8
Gás TTF (euros por MWh)	36,4	53,0	45,3	27,7	65,5	40,6
		30,8	26,2		30,2	26,2
Fed: taxa diretora (FFR) (%; limite inferior)	4,08	3,60	3,90	3,50	4,00	3,50
		3,27	3,00		3,00	3,00
BCE: taxa diretora (depo) (%)	2,24	2,24	2,85	2,00	2,75	2,50
		2,00	2,00		2,00	2,00
Taxa soberana dos EUA 10 anos (%)	4,29	4,62	4,88	4,14	5,20	4,60
		4,38	4,55		4,50	4,60
Taxa soberana Alemanha 10 anos (%)	2,64	3,11	3,14	2,84	3,30	3,00
		2,90	2,92		2,95	2,90
Taxa soberana Espanha 10 anos (%)	3,23	3,56	3,66	3,28	3,80	3,55
		3,35	3,48		3,45	3,50
Taxa de câmbio EUR-USD (dólares por euro)	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18
		1,20	1,20		1,20	1,20

Notas: Em azul e itálico, previsões anteriores ao conflito no Médio Oriente (fevereiro de 2026). Previsões para o Brent e o TTF baseadas em futuros de mercado.

Fonte: BPI Research.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,65	2,40	25	50	50
Euribor 3 meses	2,62	2,59	2	59	60
Euribor 12 meses	3,33	3,00	33	109	114
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,96	2,68	28	95	102
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,21	2,94	27	109	118
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,59	3,32	26	73	88
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	4,13	3,78	36	85	87
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	4,01	3,67	34	86	89
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	3,50	25	25	-25
SOFR 3 meses	4,08	3,80	28	43	10
Dívida pública a 1 ano	4,54	4,14	40	107	90
Dívida pública a 2 anos	4,89	4,34	55	141	127
Dívida pública a 10 anos	5,28	4,75	53	112	115

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	63	51	12	12,1	6,7
Itraxx Financeiro Sénior	69	54	16	15,1	9,5
Itraxx Financeiro Subordinado	115	87	27	21,7	12,7

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,162	-2,5	-3,5	-3,4
EUR/JPY (ienes por euro)	178,350	185,590	-3,9	-3,1	2,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,854	0,857	-0,4	-2,0	-2,2
USD/JPY (ienes por dólar)	157,410	159,740	-1,5	0,4	5,9

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	141,8	141,4	0,3	29,3	35,0
Brent (\$/barril)	103,5	90,5	14,4	70,1	52,3
Ouro (\$/onça)	4.157,4	4.437,4	-6,3	-3,7	8,4

Mercado acionista

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.651,5	7.686,1	-0,5	11,8	14,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.269,0	6.420,2	-2,4	8,2	13,8
Ibex 35 (Espanha)	19.426,2	19.974,1	-2,7	12,2	26,8
PSI 20 (Portugal)	9.666,8	9.437,2	2,4	17,0	21,1
Nikkei 225 (Japão)	66.753,7	66.311,9	0,7	32,6	48,2
MSCI emergentes	1.704,9	1.719,3	-0,8	21,4	27,3