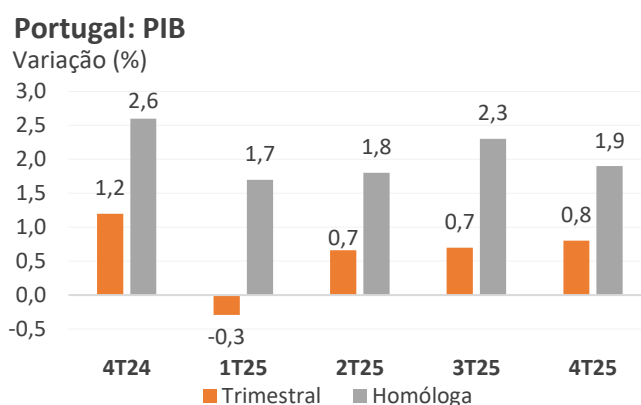


Economia portuguesa

Economia avança 1,9% em 2025, colocando o efeito de arrastamento implícito para 2026 em 1,1% (ritmo a que a economia cresceria caso o crescimento trimestral fosse nulo em todos os trimestres de 2026). Este dado poderá implicar uma revisão em alta da previsão do BPI Research para o crescimento em 2026, atualmente em 2,0%. Olhando para o 4T 2025, o PIB cresceu 0,8% em cadeia e a informação preliminar divulgada pelo INE indica que a procura externa contribuiu positivamente, refletindo queda das importações. Surpreendentemente, o contributo da procura interna foi negativo, refletindo forte queda do investimento que poderá estar associado ao adiamento de alguns projetos derivado de medidas fiscais anunciadas no 4T 2025. Em termos homólogos, a economia avançou 1,9%.



Em 2025, as vendas a retalho, excluindo automóveis e motociclos cresceram 4,8% e excluindo os combustíveis 5,6%, uma aceleração face a 2024, refletindo as melhorias no mercado de trabalho ao longo do ano, tanto ao nível do emprego como dos salários. Por sua vez, o setor do turismo, quando medido pelo número de hóspedes cresceu 3% face a 2024. Quando medido pelas noites dormidas, o crescimento foi de 2,2%, com os não residentes a crescerem 0,8% e os residentes 5,4%.

Inflação entra em 2026 abaixo dos 2%. A taxa de variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor (IPC) baixou para os 1,9% em janeiro, e a redução da inflação global foi acompanhada pela taxa de inflação subjacente, que também baixou. Ou seja, excluindo os produtos mais voláteis – bens alimentares não transformados e energia – os preços aumentaram 1,8% homólogo (2,1% em dezembro). Para este ano prevemos novo abrandamento ligeiro da inflação e o dado de janeiro está em linha com a nossa visão. Entre outros aspetos, a valorização do euro face ao dólar, e, os futuros do preço do Brent estabilizados em torno dos 65 USD deverão apoiar o processo de desinflação.

O saldo orçamental (ótica de caixa) termina o ano em terreno positivo e supera as perspetivas do Governo. As contas públicas (em contabilidade pública) revelaram um excedente de 0,4% do PIB em 2025 (face a 0,1% em 2024), acima da estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2026, de -0,3%. O aumento da receita superou o crescimento da despesa, em linha com o registado ao longo de todo o ano. No primeiro caso, o aumento de 7,6% deveu-se, em larga medida, ao crescimento da receita fiscal e contributiva, colocando o montante arrecadado cerca de 465 milhões de euros acima da última estimativa do Governo. Por sua vez, o aumento de 6,9% da despesa foi suportado, em mais de metade, pelas despesas com pessoal e transferências correntes. Neste caso, apenas as despesas com pessoal acabaram por superar a última estimativa do Governo (em 330 milhões de euros), com as restantes rubricas a ficarem abaixo do esperado. Perante estes dados, e considerando a diferença estimada pelo Governo entre as duas óticas, o saldo orçamental na ótica oficial (contabilidade nacional) teria ficado em torno de 1,0% do PIB, ou seja, 0,7 p.p. acima da estimativa do Executivo. (ver [Nota Breve](#))

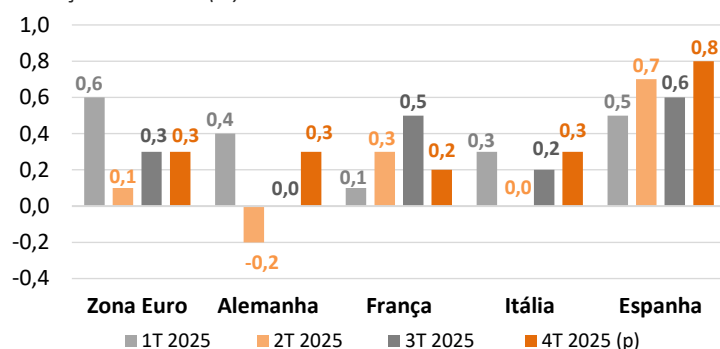
A carteira de crédito termina o ano com o tom positivo que pautou o ano de 2025. De facto, o stock de crédito bancário concedido ao sector privado não financeiro cresceu 6,7% homólogo em dezembro, atingindo o montante mais levado desde finais de 2014. O grande impulsionador foi o crédito à habitação (+9,4% homólogo), que explica quase 70% do aumento da carteira de crédito ao sector privado não financeiro. As SNF também viram a carteira aumentar 2,9% homólogo, sendo responsáveis por cerca de 15% do aumento. Por sua vez, o crédito ao consumo & outros fins também manteve a vitalidade que vinha a registar ao longo de 2025, registrando um crescimento de 7,1% homólogo em dezembro.

Economia internacional

Um bom final de 2025 para a economia da Zona Euro. O crescimento do PIB da Zona Euro no 4T de 2025 foi de 0,3% em cadeia (0,3% anteriormente), elevando o aumento no conjunto do ano para 1,5%. Todas as principais economias contribuíram para este resultado, que evidencia a resiliência da atividade num ano marcado por uma elevada incerteza e pela aplicação de uma política comercial pelos EUA que é prejudicial para a Zona Euro. A Alemanha acelerou para 0,3% no 4T, depois de ter estagnado no trimestre anterior, registrando um crescimento médio de 0,3% em 2025, após dois anos de recuo. A Itália também registou um avanço de 0,3% no 4T (0,1% anteriormente), elevando a média de

Zona Euro: evolução do PIB

Variação trimestral (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat.

2025 para 0,7%; e a França abrandou para um crescimento de 0,2% no 4T (0,5% anteriormente), elevando o crescimento para 0,9% em 2025. As perspetivas para 2026 apontam para que a Zona Euro registe taxas de crescimento contidas, num contexto de uma certa convergência das três grandes economias, em que o impacto positivo da política orçamental expansionista que a Alemanha irá implementar será contrabalançado pelos progressos no processo de consolidação orçamental em França e Itália, enquanto o abrandamento do comércio internacional (crescimento de 2,6% em 2026 contra 4,1% em 2025, segundo o FMI) será outro fator de abrandamento. Por outro lado, a evolução do índice Ifo de confiança das empresas na Alemanha em janeiro (manteve-se inalterado em 87,6, sendo 100 o limiar que aponta para um crescimento próximo da sua média) sublinha as dúvidas dos empresários relativamente ao impulso orçamental, que poderá materializar-se num crescimento inferior ao previsto para a Alemanha (ver [Nota Breve](#)).

A UE e a Índia chegam a um acordo sobre o estreitamento das relações económicas e comerciais. A Comissão Europeia considera que o acordo poderá duplicar as exportações europeias de bens para a Índia até 2032, embora a partir de um nível ainda baixo (menos de 2% do total extracomunitário). A 16.ª cimeira bilateral de Nova Deli marcou um salto considerável na cooperação entre os dois blocos, em particular na frente comercial, com planos para reduzir ou eliminar tarifas sobre quase 90% das exportações da UE, incluindo o setor automóvel (de 110% para 10%, com uma quota anual de 250.000 unidades) e barreiras mais baixas para o setor dos serviços, com uma menção específica ao setor financeiro. Perante estes progressos, o facto de o Parlamento Europeu ter remetido o Tratado Mercosul para o

Tribunal de Justiça Europeu na semana passada ilustra as dificuldades internas em fazer avançar a estratégia de diversificação comercial da UE, apontando para um impacto económico gradual a curto prazo e um maior potencial de ganhos a médio prazo.

Nos EUA persiste o desfasamento entre a confiança das empresas e a confiança dos consumidores. O índice PMI de janeiro para os EUA mostrou uma economia ainda em expansão: o índice composto subiu ligeiramente para 52,8 (de 52,7 em dezembro), com o subíndice dos serviços estável em 52,5 e a indústria transformadora em 51,9 (51,8 em dezembro). De salientar o dinamismo da produção industrial, que subiu para 54,8, o valor mais elevado desde agosto. A componente do emprego manteve-se praticamente inalterada em relação a dezembro, embora com uma maior fraqueza no setor da indústria transformadora, mais um reflexo da fraqueza nas contratações no setor, mostrada nos dados oficiais sobre o emprego. Por outro lado, a confiança dos consumidores caiu drasticamente para 84,5, o nível mais baixo desde 2014, devido à perceção da fragilidade do mercado de trabalho e a uma maior atenção aos riscos comerciais, geopolíticos e políticos internos.

Mercados financeiros

A Fed suspende os cortes nas taxas num ambiente macroeconómico mais favorável. A Reserva Federal manteve as taxas de juro no intervalo 3,50%-3,75%, numa pausa amplamente antecipada que marca uma mudança na sua estratégia: com a economia a terminar 2025 em boa forma e a começar 2026 em bases sólidas, a Reserva Federal acredita que as taxas atuais são adequadas para progredir no sentido dos objetivos de emprego e de inflação. O FOMC descreveu o crescimento económico como sólido, observou que o mercado de trabalho está a mostrar sinais de estabilização e que a inflação, embora «ligeiramente elevada», é em grande parte uma resposta a fatores transitórios como as tarifas. A sensação é de que a Fed não tem pressa em mexer nas taxas e Powell sublinhou que as decisões continuarão a depender dos dados e serão tomadas numa base de reunião a reunião. As divergências internas limitaram-se a dois dissidentes que defenderam uma nova redução de 25 pontos base, embora o consenso fosse no sentido de manter as taxas. Os mercados financeiros continuam a descontar as próximas reduções de taxas em junho e outubro deste ano (ver [Nota Breve](#)).

O BCE está a poupar munições para o caso de o cenário correr mal. Na próxima quinta-feira, 5 de fevereiro, o BCE reúne-se pela primeira vez em 2026 e tudo indica que irá manter as taxas de juro (taxa *depo* a 2,00%) e reforçar a mensagem de que não pretende «hipercalibrar» a política monetária em função de pequenas alterações nos dados. O BCE beneficia de uma inflação dentro do objetivo, de uma atividade resistente e de uma calibração «neutra» da política monetária (ou seja, taxas de juro que não estimulam nem restringem a economia). O conjunto destes três pilares, aliado a um contexto internacional incerto (nomeadamente no plano geopolítico), favorece uma estratégia de «esperar para ver», tanto mais que a balança de riscos se tornou mais equilibrada nos últimos trimestres. Há, por um lado, ameaças que podem exigir uma flexibilização monetária, como o abrandamento da economia mundial, a desinflação importada pela apreciação da taxa de câmbio ou a reorientação das exportações da China, ou ainda alterações no sentimento dos investidores. Em contrapartida, existem também riscos que podem exigir uma maior reestrutividade, como a inércia em algumas rubricas da inflação (serviços), as perturbações nas cadeias de abastecimento face ao aumento das barreiras comerciais a nível mundial, ou um maior impulso orçamental na Alemanha e o aumento das despesas com a defesa. Desde que estes riscos não alterem o cenário, a Zona Euro pode enfrentar 2026 com perspectivas um pouco mais positivas e facilitar ao BCE a manutenção de uma política monetária estável. Assim, os mercados esperam que o BCE mantenha a taxa *depo* em 2,00% ao longo de 2026, embora mantenham uma certa tendência em baixa (atribuem entre 15% e 25% de probabilidade de um corte de 25 p.b. no segundo semestre) (ver [Nota Breve](#)).

A apetência pelo risco por parte dos investidores continua a aumentar. Numa semana em que o FOMC deixou as taxas inalteradas e as expectativas do mercado para a política monetária nos próximos meses pouco se alteraram, os investidores concentraram-se no possível sucessor de Powell. Neste contexto, os dados ainda mistos sobre a economia dos EUA, que não diminuem a sua resiliência, bem como a possibilidade de Trump escolher um substituto de Powell mais *dovish*, fizeram com que a inclinação da curva dos *treasuries* se acentuasse. No final da semana, no entanto, a probabilidade de ser escolhido Kevin Warsh, que os investidores consideram tendencialmente *hawkish*, pressionou em alta as *yields* nos prazos mais curtos. Em contraste, na Zona Euro, as *yields* caíram ao longo de toda a curva alemã, com descidas um pouco mais acentuadas nas extremidades intermédia e longa da curva, enquanto os prémios periféricos permaneceram estáveis. Este movimento foi parcialmente atribuído às declarações bastante acomodáticas dos decisores de política do BCE durante a semana, com vários comentadores de mercado a interpretarem-no como uma consequência parcial da recente apreciação do euro face ao dólar. Outra das grandes orientações da semana foram as especulações sobre uma intervenção conjunta do Tesouro americano e do Ministério das Finanças japonês, para limitar a deriva depreciativa do iene a enfraquecerem fortemente o dólar, que se desvalorizou em termos nominais 1,3%. Nas bolsas, os relatórios de resultados do último trimestre revelam um crescimento dos resultados da maioria das empresas do S&P500, bem como uma maioria de surpresas positivas. Relativamente às grandes empresas tecnológicas, uma semana positiva em termos líquidos, embora com uma grande heterogeneidade. Isto conduziu a ganhos nos principais índices dos EUA, enquanto os índices europeus foram mais fracos, com o EuroStoxx em território negativo e o DAX a sofrer as maiores perdas, afetado pela penalização da SAP, face a mercados periféricos mais resistentes. Nas matérias-primas, o crude subiu acentuadamente, impulsionado pelo aumento do risco geopolítico no Irão e pelo seu confronto com os EUA, com o Brent a registar o maior ganho mensal desde 2022. Finalmente, os metais preciosos (liderados pelo ouro) recuperaram fortemente como um porto seguro face a uma combinação de tensões geopolíticas e incerteza quanto à futura independência da Fed.

		29-1-26	23-1-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,02	2,04	-2	-1	-59
	EUA (Libor)	3,67	3,67	+0	2	-62
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,23	2,24	-1	-1	-30
	EUA (Libor)	3,51	3,53	-2	9	-65
Taxas 2 anos	Alemanha	2,08	2,13	-5	-4	-13
	EUA	3,56	3,59	-3	9	-65
Taxas 10 anos	Alemanha	2,84	2,91	-7	-2	32
	EUA	4,23	4,23	0	6	-29
	Espanha	3,20	3,27	-7	-8	8
	Portugal	3,20	3,27	-7	4	28
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	36	37	0	-7	-24
	Portugal	36	36	0	6	-4
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.969	6.916	0,8%	1,8%	14,8%
Euro Stoxx 50		5.892	5.948	-0,9%	1,7%	11,5%
IBEX 35		17.590	17.544	0,3%	1,4%	41,6%
PSI 20		8.644	8.558	1,0%	4,6%	32,3%
MSCI emergentes		1.555	1.501	3,6%	10,7%	41,9%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,197	1,183	1,2%	1,9%	15,2%
EUR/GBP	libras por euro	0,867	0,867	0,0%	-0,6%	3,6%
USD/CNY	yuan por dólar	6,952	6,963	-0,2%	-0,5%	-4,0%
USD/MXN	pesos por dólar	17,223	17,363	-0,8%	-4,4%	-16,9%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		124,6	119,6	4,2%	13,6%	21,3%
Brent a um mês	\$/barril	70,7	65,9	7,3%	16,2%	-8,0%
Gas n. a um mês	€/MWh	40,1	40,0	0,2%	42,4%	-22,5%

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

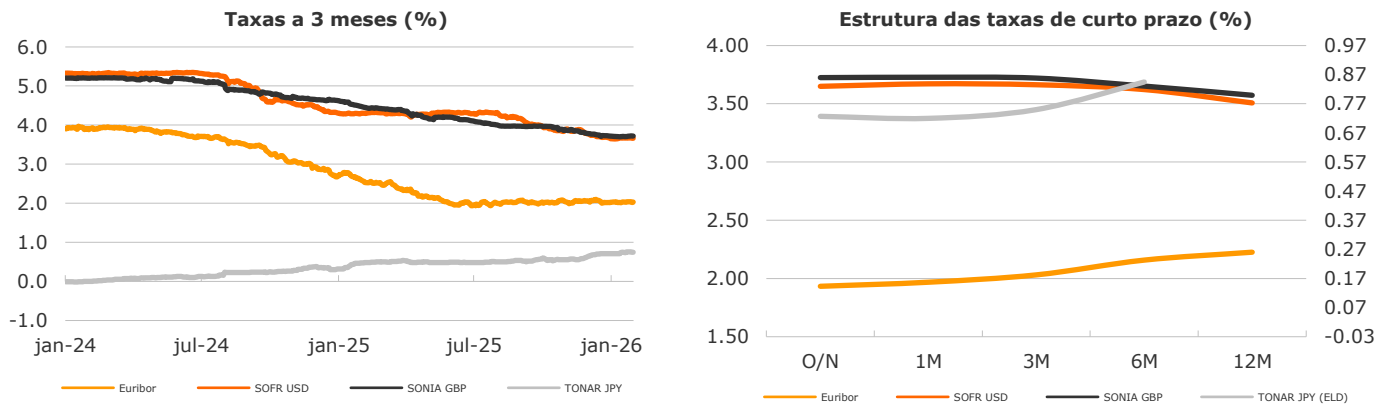
Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Quadro de política monetária

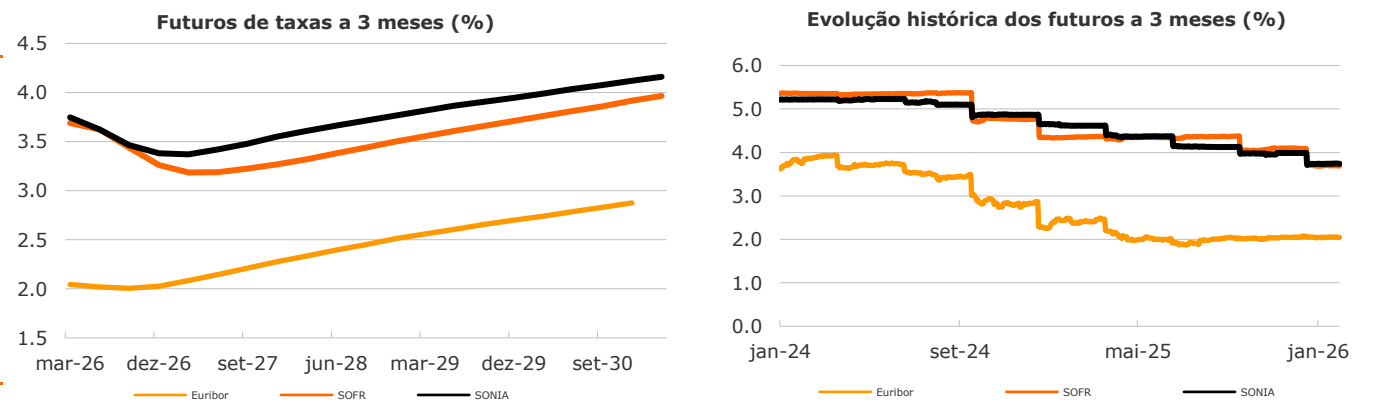
	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026
BCE	2.15%	5 jun 25 (-25 p.b.)	05-fev	0 p.b.	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Fed*	3.75%	10 dec 25 (-25 p.b.)	18-mar	0 p.b.	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%
BoJ**	0.75%	19 dec 25 (+25 p.b.)	19-mar	-	-	-	-	-
BoE	3.75%	18 dec 25 (-25 p.b.)	05-fev	-	-	-	-	-
SNB***	0.00%	19 jun 25 (-25 p.b.)	19-mar	-	-	-	-	-

Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.
*** O nível actual refere-se ao valor médio do objectivo do SNB para a Libor 3 meses do CHF.

Taxas de curto-prazo

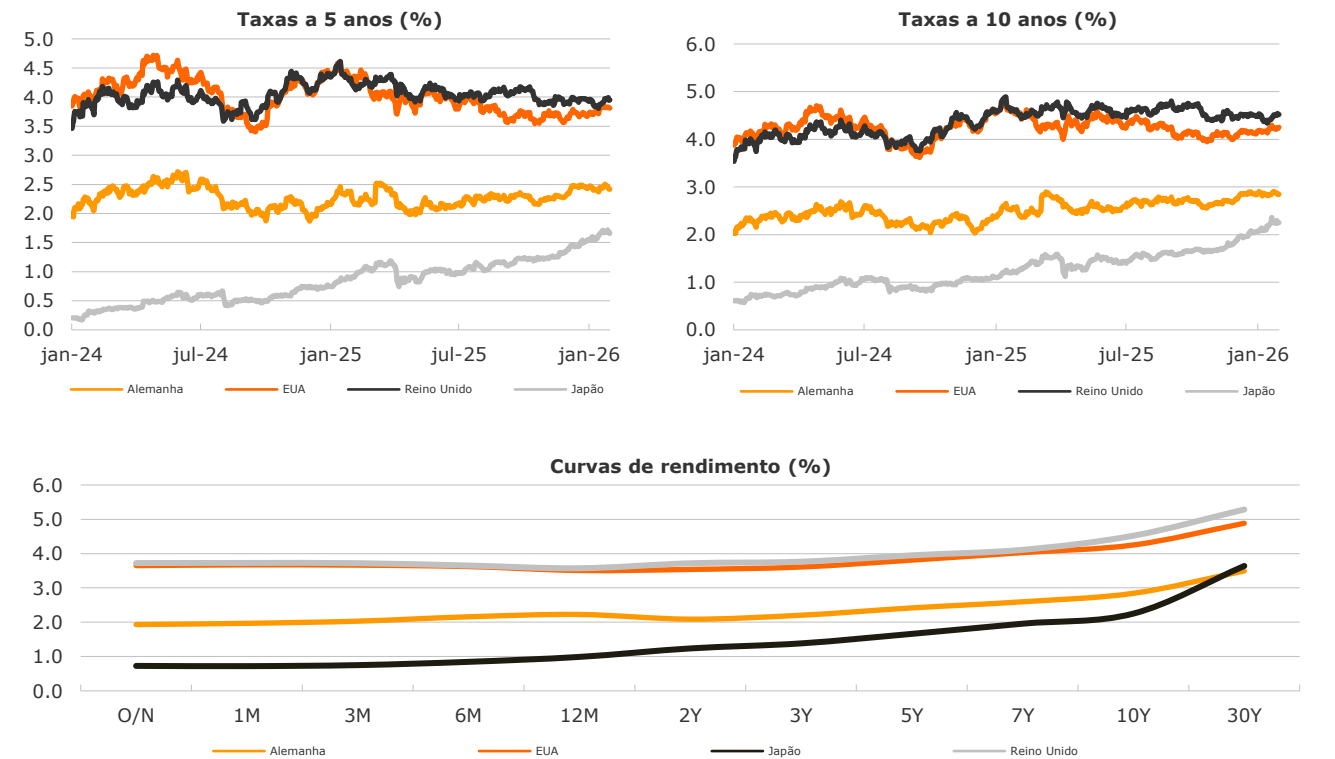


Futuros



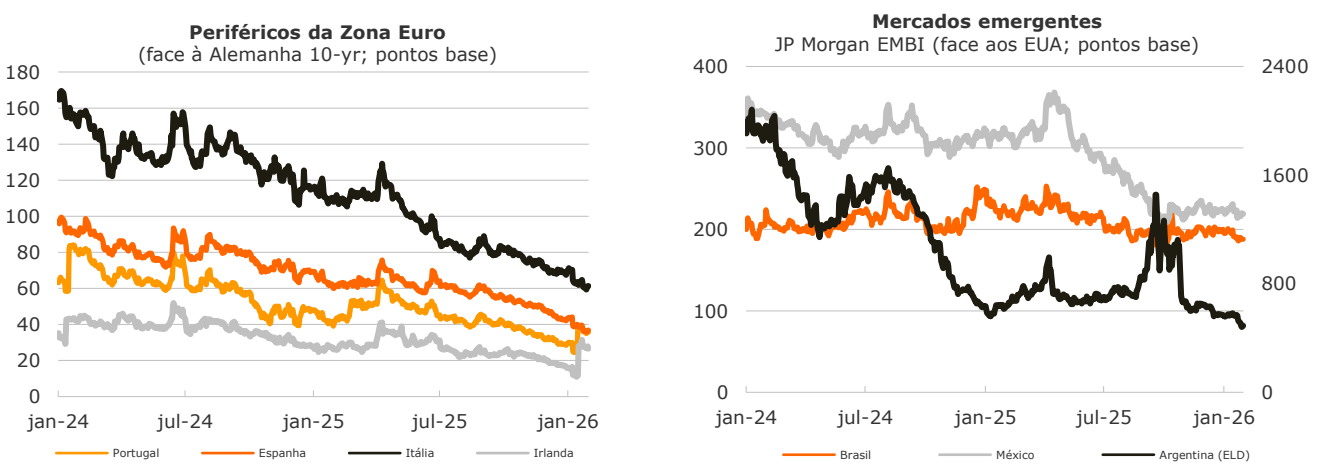
Dívida Pública

Taxas de juro: economias avançadas



	Alemanha		EUA		Reino Unido		Portugal	
	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)	Actual	Var. 1 mês (p.b.)
2 anos	2.09%	-3.2	3.54%	9.0	3.72%	-1.0	2.11%	3.9
5 anos	2.42%	-3.1	3.81%	13.4	3.95%	-0.1	2.60%	11.2
10 anos	2.84%	-1.2	4.25%	13.0	4.52%	2.4	3.20%	5.1
30 anos	3.49%	1.8	4.88%	7.7	5.29%	5.8	3.95%	-5.0

Spreads

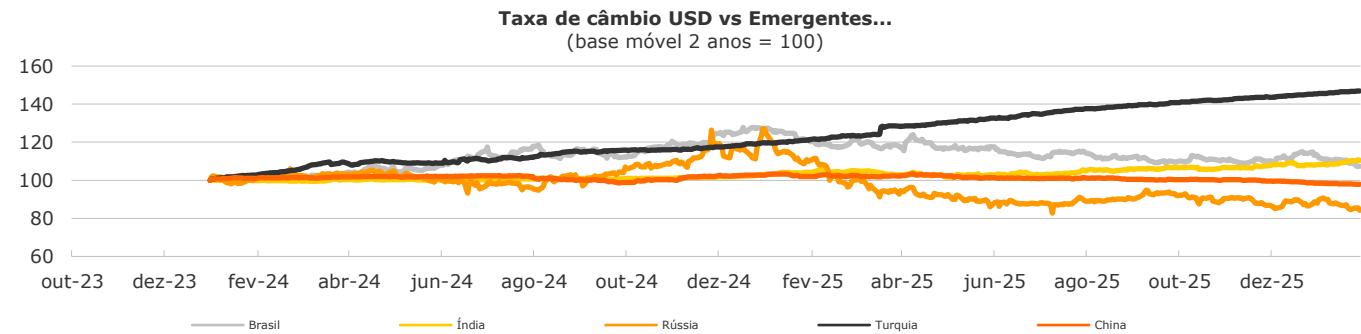
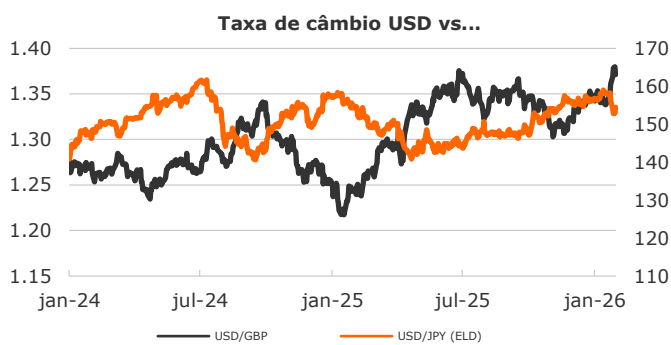
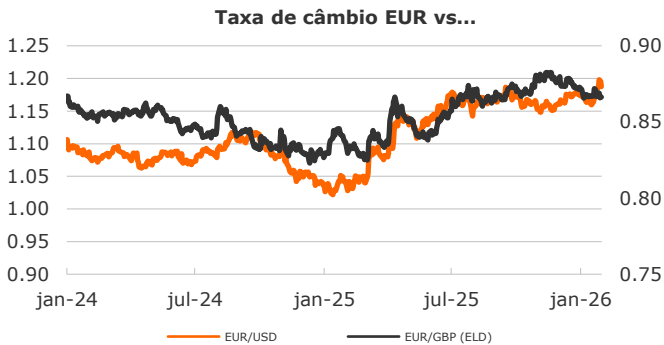


Mercado Cambial**Taxas de câmbio**

			Variação (%)				Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx. Min.
EUR vs...	USD	E.U.A.	1.188	0.71%	1.04%	1.21%	14.03%	1.21 1.01
	GBP	R.U.	0.866	-0.06%	-0.68%	-0.62%	3.52%	0.89 0.82
	CHF	Suiça	0.917	-1.11%	-1.48%	-1.58%	-3.18%	0.97 0.91
USD vs...	GBP	R.U.	1.37	0.76%	1.79%	1.93%	10.17%	1.39 1.22
	JPY	Japão	154.43	-1.23%	-1.22%	-1.53%	0.08%	159.45 139.89
Emergentes	CNY	China	6.95	-0.15%	-0.61%	-0.52%	-4.03%	7.35 6.94
	BRL	Brasil	5.25	-0.77%	-4.26%	-4.80%	-10.56%	6.14 5.09

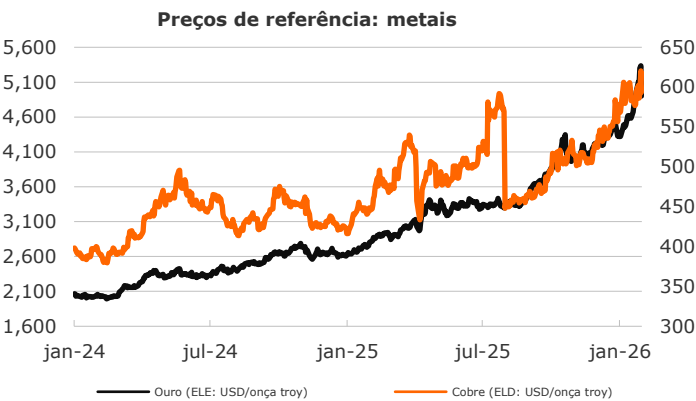
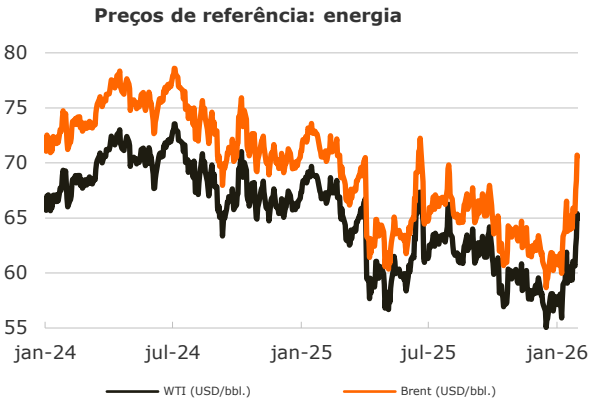
Taxas de câmbio efetivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx. Min.
EUR			104.6	0.25%	0.03%	-0.03%	7.14%	105.07 96.86
USD			128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	- -

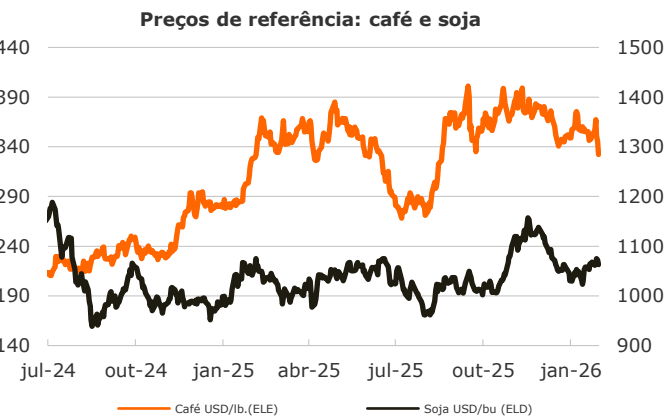
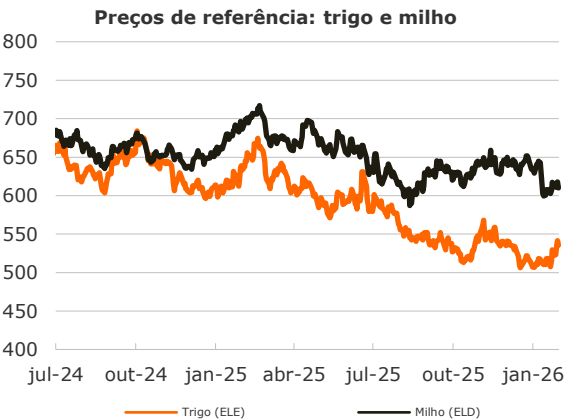
**Taxas de câmbio forward**

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.188	0.866	7.468	11.407	0.917	154.430	0.772	1.371
Tx. forward 1M	1.189	0.867	7.465	11.424	0.915	154.061	0.769	1.371
Tx. forward 3M	1.193	0.870	7.461	11.461	0.912	153.216	0.764	1.371
Tx. forward 12M	1.206	0.881	7.444	11.628	0.897	150.323	0.743	1.370
Tx. forward 5Y	1.266	0.934	-	12.280	0.821	137.714	0.648	1.356

Fonte: Bloomberg

Commodities**Energia & metais**

	30-jan	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	64.9	6.3%	12.4%	-2.0%	64.8	61.4	61.6
Brent (USD/bbl.)	70.6	7.2%	15.2%	1.1%	68.9	65.6	65.6
Gás natural (EUR/MWh)	40.59	-3.4%	40.4%	19.3%	4.3	5.3	4.8
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	4,901.3	-1.3%	12.2%	75.3%	4,900.0	5,086.1	5,250.0
Prata (USD/ onça troy)	90.0	-10.7%	16.1%	185.1%	90.7	104.0	108.4
Cobre (USD/MT)	593.7	-0.2%	2.7%	4.2%	593.0	627.9	658.7

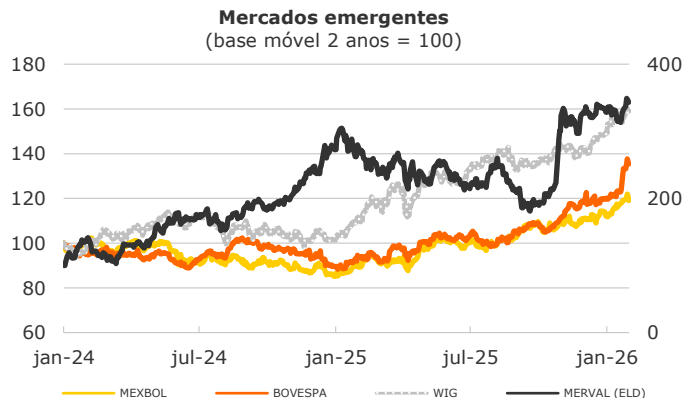
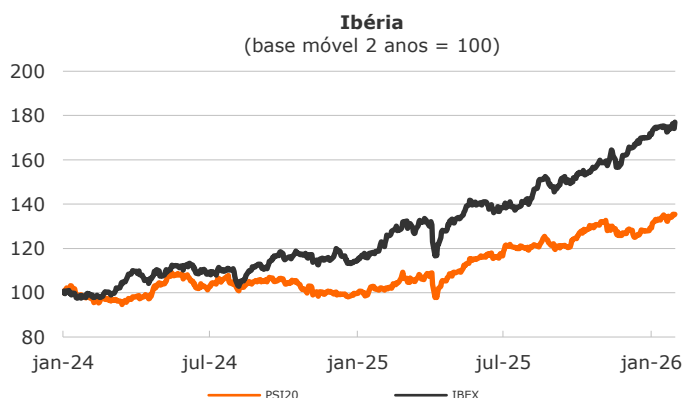
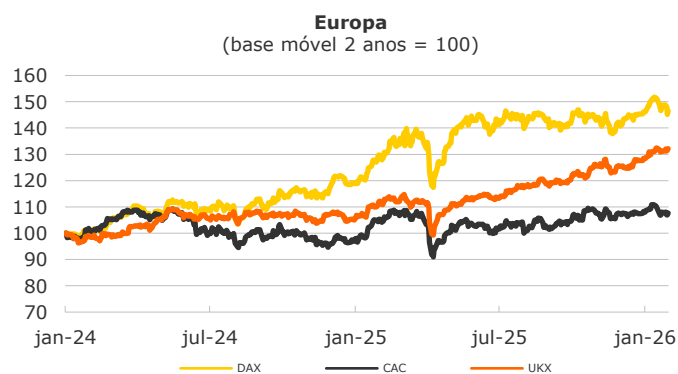
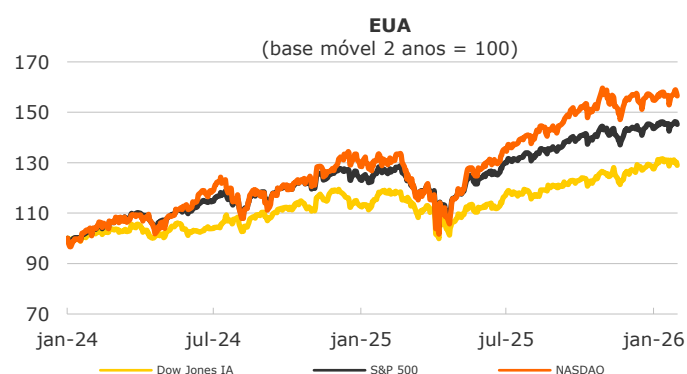
Agricultura

	30-jan	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	426.0	-1.0%	-3.3%	-0.8%	426.0	455.0	473.5
Trigo (USD/bu.)	535.5	1.1%	4.8%	-4.9%	535.5	586.3	623.0
Soja (USD/bu.)	1,064.3	-0.3%	1.7%	10.0%	1,064.3	1,092.0	1,111.8
Café (USD/lb.)	332.2	-5.3%	-5.2%	18.4%	332.15	298.8	278.8
Açúcar (USD/lb.)	14.2	-3.3%	-4.0%	-16.5%	14.2	14.2	15.1
Algodão (USD/lb.)	63.2	-1.1%	-1.9%	-8.3%	69.4	68.7	69.7

Mercado de Ações

Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	24,539	13-jan	25,508	7-abr	18,490	-1.5%	12.9%	0.2%
França	CAC 40	8,127	14-jan	8,397	7-abr	6,764	-0.2%	2.3%	-0.3%
Portugal	PSI 20	8,662	29-jan	8,756	7-abr	6,194	1.2%	32.6%	4.8%
Espanha	IBEX 35	17,881	30-jan	17,834	7-abr	11,583	1.9%	44.0%	3.3%
R. Unido	FTSE 100	10,224	29-jan	10,278	7-abr	7,545	0.8%	18.2%	2.9%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,948	15-jan	6,054	7-abr	4,540	0.0%	12.6%	2.7%
EUA									
	S&P 500	6,928	28-jan	7,002	7-abr	4,835	0.2%	14.1%	1.2%
	Nasdaq Comp.	23,504	29-out	24,020	7-abr	14,784	0.0%	19.4%	1.1%
	Dow Jones	48,621	12-jan	49,633	7-abr	36,612	-1.0%	8.3%	1.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	53,323	14-jan	54,487	7-abr	30,793	-1.0%	34.7%	5.9%
Singapura	Straits Times	5,224	30-jan	5,322	9-abr	2,285	4.7%	107.5%	24.0%
Hong-Kong	Hang Seng	27,387	29-jan	28,056	9-abr	19,260	2.4%	35.4%	6.9%
Emergentes									
México	Mexbol	68,284	29-jan	70,483	7-abr	49,799	0.1%	31.2%	6.2%
Argentina	Merval	3,191,261	28-jan	3,296,502	19-set	1,635,451	3.2%	22.8%	4.6%
Brasil	Bovespa	181,672	29-jan	186,450	7-mar	122,530	1.6%	43.1%	12.8%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	13,838	29-jan	13,907	24-mar	8,873	6.5%	37.3%	22.9%



Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte.

BANCO BPI S.A.

Avenida da Boavista, 1117 - 4100-129 PORTO
Telef.: (+351) 22 207 50 00

Av. Casal Ribeiro, 59 - 8º, 1049-053 LISBOA
Telef.: (+351) 21 724 17 00
