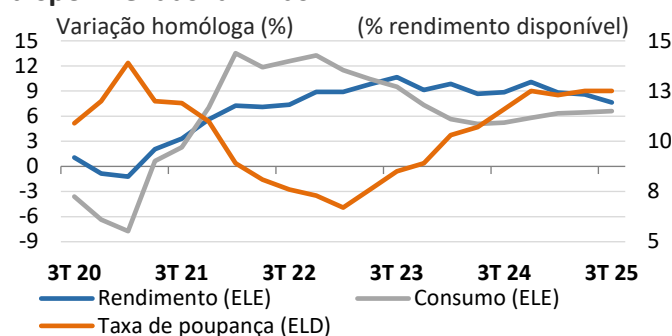


Economia portuguesa

Os dados mais recentes reforçam a ideia de que a economia se mantém numa trajetória sólida, com a capacidade de financiamento da economia a aumentar para 2,2% do PIB no final do 3T 2025. Este dado reflete um aumento do saldo da economia em 0,2 p.p. face ao 2T 2025, justificado pela melhoria significativa do saldo das sociedades não financeiras (-4,0%, +0,6 p.p. face ao trimestre anterior), que mais que compensou a pioria ligeira observada nas contas das administrações públicas e das famílias (saldos positivos de 0,4% e 4,2% respetivamente, ambas -0,2 p.p.); no primeiro caso, o menor excedente esteve associado a um aumento da despesa pública superior ao da receita; no segundo ficou a dever-se aos maiores níveis de investimento dos particulares (presumivelmente, compra de habitação), que superaram o aumento da poupança. Especificamente, o rendimento das famílias continua a crescer de forma sustentada, embora evidencie sinais de abrandamento. Em média, o respetivo rendimento disponível bruto (RDB) cresceu 7,6% em termos homólogos no ano terminado no 3T 2025 (-1,3 p.p. face ao verificado no ano anterior). Por sua vez, o consumo privado e a poupança mostram uma aceleração moderada, motivados pela robustez no emprego e pelo crescimento dos salários. O consumo aumentou em média 6,6% (+1,4 p.p. homólogo) e a taxa de poupança média encontra-se nos 12,5% (+0,9 p.p.).

Portugal: Poupança, consumo e rendimento disponível das famílias

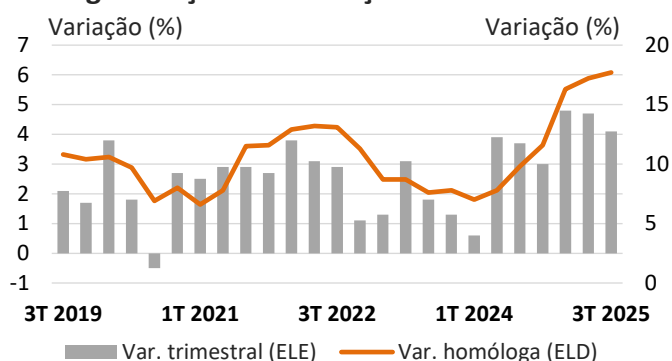


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Entretanto, os indicadores para o 4T 2025 sugerem que a atividade continuou resiliente. Em dezembro, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia aumentou para 107,5 pontos, colocando a média do trimestre em 106,2 pontos (igual à média verificada no 3T). Por sua vez, o indicador de clima económico aumentou para 3,2%, colocando a média trimestral em 3,1% (2,9% no 3T). E o índice de confiança aumentou ligeiramente para -15,1 pontos (-15,2 em novembro; -17,1 no 3T), refletindo mais otimismo quanto à evolução da situação económica do país e da própria situação financeira para os próximos 12 meses. Finalmente, a balança comercial de bens registou um défice de 29.079 milhões de euros até novembro, um aumento de 15% quando comparado com o período homólogo, tendo as exportações aumentado uns meros 0,6% e as importações 4,3%. A produção industrial aumentou 0,3% homólogo em novembro, justificado essencialmente pelo contributo de 0,9 p.p. nos bens intermédios, cuja produção registou um crescimento homólogo de 2,7%. Por sua vez, o mercado de trabalho continua a surpreender: o emprego acelerou em novembro para 3,8% homólogo (dados provisórios), depois do crescimento de 3,4% em outubro, colocando o total de pessoas empregadas num novo máximo histórico. A taxa de desemprego diminuiu 0,9 p.p. face ao mês homólogo, para 5,7%, o que aponta para uma taxa em torno de 5,8% no 4T; a confirmar-se, colocaria a taxa de desemprego nos 6,0% em 2025.

Preços da Habitação continuam a senda de forte valorização. Com efeito, os dados do IPH do 3T 2025 denotaram um crescimento em cadeia dos preços de 4,1%, o que representa uma evolução de 17,7% em termos homólogos. No mesmo período foram transacionadas 42.481 habitações (+3,8% que no mesmo período do ano anterior) e o preço médio das casas transacionadas aumentou para 247,1 mil euros (+3,2% do que no 2T 2025). Com a divulgação destes dados, a valorização média das casas nos últimos quatro trimestres cifrou-se em 15,7%, o que deverá resultar no registo de valorização anual em 2025 mais elevado da série do IPH.

Portugal: Preços de habitação

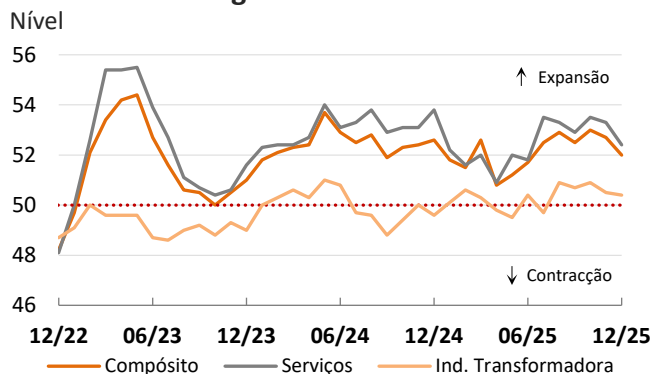


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

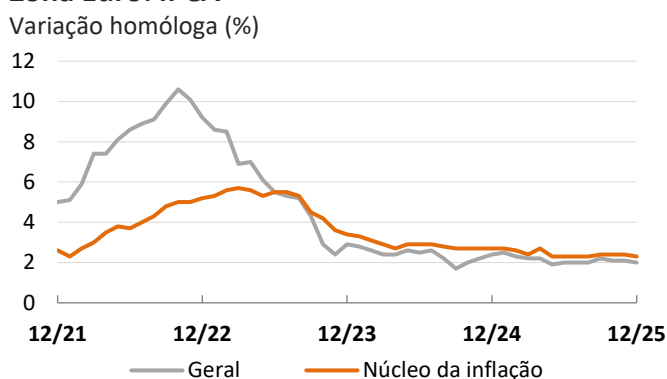
O rácio de crédito em incumprimento manteve-se inalterado no 3T, enquanto o mercado de crédito mantém um desempenho expressivo na reta final do ano. O rácio de NPLs no 3T manteve-se nos 2,3% pelo terceiro trimestre consecutivo, com o montante de empréstimos *non-performing* a reduzir em cerca de 133 milhões de euros face ao trimestre anterior. O rácio relativo ao crédito à habitação diminuiu ligeiramente (-0,1 p.p., para 1,0%), enquanto nas SNF diminuiu 0,2 p.p., para 3,8%. No caso do crédito ao consumo & outros fins, o rácio de NPLs manteve-se inalterado nos 6,1%. Em todos os segmentos, o rácio de NPLs no 3T representa um mínimo histórico. Por sua vez, a carteira de crédito continua a evoluir de forma muito positiva na reta final do ano: o crédito à habitação manteve um dinamismo bastante expressivo em novembro (+8,9% homólogo), atingindo um novo máximo histórico desde o início da série (dezembro 2014), enquanto a carteira das SNF acelerou para 2,8% (face a 2,6% no mês anterior). Para este dinamismo contribuem as novas operações de crédito, que, no primeiro caso, avançaram 37,3% homólogo nos primeiros 11 meses do ano (marcando o melhor ano de sempre em termos de concessão de crédito para compra de casa), enquanto no segundo caso aumentaram 17,1% (sinalizando 2025 como o melhor ano no caso das SNF).

Economia internacional

O ritmo de crescimento económico mundial moderou-se na reta final do ano. O indicador PMI composto da atividade global registou, em dezembro, a segunda descida consecutiva, situando-se em 52,0, o nível mais baixo dos últimos seis meses. A quebra foi explicada sobretudo pela moderação do crescimento da produção e das novas encomendas nos setores da indústria transformadora e dos serviços. Por outro lado, os preços dos fatores de produção recuperaram na maioria dos setores de atividade, bem como os preços de venda finais. Não obstante, a confiança das empresas manteve-se elevada devido às boas expetativas para os próximos 12 meses. Em termos geográficos, a atividade na Índia, Espanha, Itália e EUA esteve acima da média, enquanto a China, o Japão e o Reino Unido estiveram do outro lado da moeda. Neste novo ano, esperamos que o indicador de atividade se mantenha na zona de expansão (acima dos 50 pontos), refletindo a melhoria da procura internacional no quadro de condições financeiras mais favoráveis, embora a potencial intensificação de alguns riscos geopolíticos e/ou comerciais possa limitar a trajetória de melhoria da atividade económica.

Indicadores PMI globais


Em dezembro, a melhoria da economia da Zona Euro no último trimestre foi ligeiramente atenuada. No último trimestre de 2025, o índice de sentimento económico (ESI) da Comissão Europeia atingiu os seus melhores registos para a Zona Euro desde meados de 2023, embora os seus 96,9 pontos ainda o coloquem abaixo da média histórica (100) e, em dezembro, o ESI tenha moderado ligeiramente em relação a novembro (96,7 pontos vs. 97,1). Contudo, o ganho trimestral global refletiu uma melhoria do sentimento partilhado entre setores (o sentimento melhorou tanto na indústria como nos serviços) e países (o ESI aumentou em França, Itália e Espanha, e permaneceu relativamente estável na Alemanha). A confiança dos consumidores (-12,8 pontos no conjunto do 4T) também registou uma melhoria, embora relativamente ligeira e, do mesmo modo, de mais para menos no trimestre (-13,1 pontos em dezembro). Os níveis de confiança dos consumidores permanecem baixos em termos históricos e, embora ocorram num ambiente económico global de considerável incerteza, contrastam com a divulgação de dados positivos sobre o mercado de trabalho e a inflação. Nomeadamente, os últimos dados do Eurostat mostram uma taxa de desemprego de 6,3% em novembro (apenas 0,1 pp acima do mínimo histórico da série, registado no final de 2024) e uma inflação global exatamente no objetivo de 2,0% do BCE em dezembro (a inflação subjacente, que exclui as componentes voláteis da energia e dos alimentos, desceu para 2,3%, o valor mais baixo desde agosto último) (Ver [Nota Breve](#)).

Zona Euro: IPCA


A economia dos EUA com um final de ano dinâmico. A economia norte-americana acelerou 0,2 pp no 3T para 1,1% em cadeia (4,3% anualizado), impulsionada pela força do consumo privado, que avançou 0,9% (+0,3 pp em cadeia face à taxa do 2T), enquanto o investimento desacelerou para 0,3% (de 1,1% no 2T). Em relação a este último item, destacou-se o dinamismo no *hardware* e na I&D, apontando para o facto de o impulso da IA continuar a desempenhar um papel importante no crescimento agregado. O setor externo contribuiu com 0,4 pp para o crescimento, graças ao aumento das exportações (+2,1%) e à diminuição das importações (-1,2%). Em termos homólogos, o PIB registou um crescimento de 2,3% (+2,1% no 2T). Relativamente ao 4T, os indicadores apontam para outro trimestre dinâmico,

embora mais moderado, com os *nowcasts* da Fed a apontarem para um crescimento de 0,7% em cadeia. Assim, o ISM dos serviços recuperou para 54,4 em dezembro, um máximo de 13 meses, compensando a fraqueza da indústria transformadora (47,9 em dezembro) que se tem vindo a arrastar desde março. Esta estagnação refletiu-se nos valores da produção: a produção industrial aumentou 0,2% em termos mensais em novembro, depois de ter caído 0,1% em outubro, enquanto a indústria transformadora permaneceu estável, depois de ter caído 0,4% no mês anterior. Os dados do comércio externo também apontam para uma contribuição positiva desta rubrica para o PIB no 4T: em outubro, as importações caíram 3,2% em termos homólogos e as exportações aumentaram 2,6%. No mercado de trabalho, persiste o padrão de «poucas contratações e poucas demissões»: as vagas caíram em novembro para 7,15 milhões (rácio vagas/desemprego de 0,9, contra 1 em outubro) e a taxa de despedimento caiu 1,2%. No final da semana, o relatório sobre o emprego de dezembro revelou uma queda ligeira da taxa de desemprego para 4,4% e criação de 50 mil postos de trabalho, justificando o adiamento das expectativas do próximo corte de taxas pela Reserva Federal de março para junho.

As pressões deflacionistas persistem na China, apesar da recente recuperação dos preços. A inflação global situou-se em 0,8% homóloga em dezembro (vs. 0,7% em novembro), um aumento explicado principalmente pela subida da inflação dos produtos alimentares (1,1% vs. 0,2% anteriormente). A inflação subjacente manteve-se inalterada em 1,2% em termos homólogos. Isto coloca a inflação na China em 0% em 2025 como um todo. Em contrapartida, a deflação dos preços de produção abrandou (de -2,2% em novembro para -1,9% em dezembro), mas persistem sinais de pressões deflacionistas transversais em vários setores. Adicionalmente, os preços dos bens de consumo duradouros continuam a cair, o que comprova os problemas de excesso de capacidade no setor da indústria transformadora. Relativamente ao futuro, esperamos que a inflação subjacente se mantenha moderada. No entanto, a moderação dos preços dos produtos alimentares (com a normalização das condições climáticas adversas que afetaram o país no segundo semestre de 2025) e de alguns preços das matérias-primas, como o petróleo ou o ouro, poderão vir a exercer novas pressões em baixa sobre a inflação global.

Mercados financeiros

A geopolítica continua a não diminuir a apetência pelo risco. O início de 2026 nos mercados financeiros registou poucas diferenças em relação ao final de 2025: o risco geopolítico não pesou no sentimento dos investidores e registaram-se ganhos generalizados nos índices bolsistas mundiais. Designadamente, as bolsas europeias e norte-americanas registaram ganhos modestos. Nos Estados Unidos, apoiado pelo bom desempenho do setor tecnológico do país no início da semana, e na Europa, pelo desempenho das empresas ligadas à defesa. Paralelamente, a expectativa de que os bancos centrais se mantenham acomodaticios também apoiou os ganhos, na sequência de sinais de menor pressão inflacionista na Europa (IPC inferior ao esperado na Alemanha, em França e na Zona Euro como um todo) e de dados mistos nos EUA. Estes desenvolvimentos macroeconómicos levaram a quedas nas *yields* das obrigações soberanas que foram um pouco mais pronunciadas na Zona Euro, onde os prémios periféricos também diminuíram. A queda reflete, em parte, o ajustamento das expectativas de política monetária nas taxas implícitas, que adia as subidas das taxas do BCE até quase 2028. Em contrapartida, a dívida soberana japonesa recuperou com as expectativas de melhoria económica nos próximos trimestres. No que respeita às moedas, esta situação fortaleceu o iene, enquanto o euro se depreciou ligeiramente em relação ao dólar (que parecia ter recuperado o seu papel de ativo de refúgio face à incerteza geopolítica) e também na sua taxa de câmbio efetiva nominal, devido à apreciação das moedas mais expostas às matérias-primas mineiras. A este propósito, destacou-se a evolução dos metais preciosos e industriais, num contexto em que se prevê que a sua procura para a IA e a transição energética continue a crescer fortemente em 2026. Finalmente, o gás natural recuou com as previsões de tempo mais ameno no hemisfério norte, enquanto o petróleo recuperou numa semana volátil após a deposição de Maduro pelos EUA. A volatilidade foi explicada pelo peso limitado da Venezuela no mercado mundial e pelo facto de uma eventual normalização da sua produção exigir investimentos elevados, pelo que a pressão descendente sobre os preços só se verificaria a médio prazo. Por enquanto, o principal risco reside no precedente que esta intervenção abre para a geopolítica mundial.

		8-1-26	2-1-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,03	2,03	0	1	-81
	EUA (Libor)	3,65	3,65	+0	0	-69
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,25	2,25	+0	0	-22
	EUA (Libor)	3,43	3,43	+0	1	-78
Taxas 2 anos	Alemanha	2,10	2,14	-4	-2	5
	EUA	3,49	3,47	+2	2	-83
Taxas 10 anos	Alemanha	2,86	2,90	-4	0	55
	EUA	4,17	4,19	-2	0	-39
	Espanha	3,26	3,34	-8	-3	25
	Portugal	3,11	3,20	-9	-4	33
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	40	44	-4	-4	-31
	Portugal	25	30	-5	-4	-23
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.921	6.858	0,9%	1,1%	18,0%
Euro Stoxx 50		5.904	5.850	0,9%	1,9%	21,0%
IBEX 35		17.655	17.492	0,9%	1,7%	54,3%
PSI 20		8.487	8.400	1,0%	2,7%	34,9%
MSCI emergentes		1.453	1.429	1,6%	3,4%	34,3%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,166	1,172	-0,5%	-0,7%	12,5%
EUR/GBP	libras por euro	0,868	0,871	-0,4%	-0,5%	4,7%
USD/CNY	yuan por dólar	6,985	6,988	-0,1%	-0,1%	-4,3%
USD/MXN	pesos por dólar	17,973	17,904	0,4%	-0,2%	-11,5%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		111,4	109,5	1,7%	1,5%	15,4%
Brent a um mês	\$/barril	62,0	60,8	2,0%	1,9%	-14,9%
Gas n. a um mês	€/MWh	27,7	29,0	-4,5%	-1,6%	-35,7%

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

Quadros Semanais

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Dívida Pública

Mercado Cambial

Commodities

Mercado de Acções

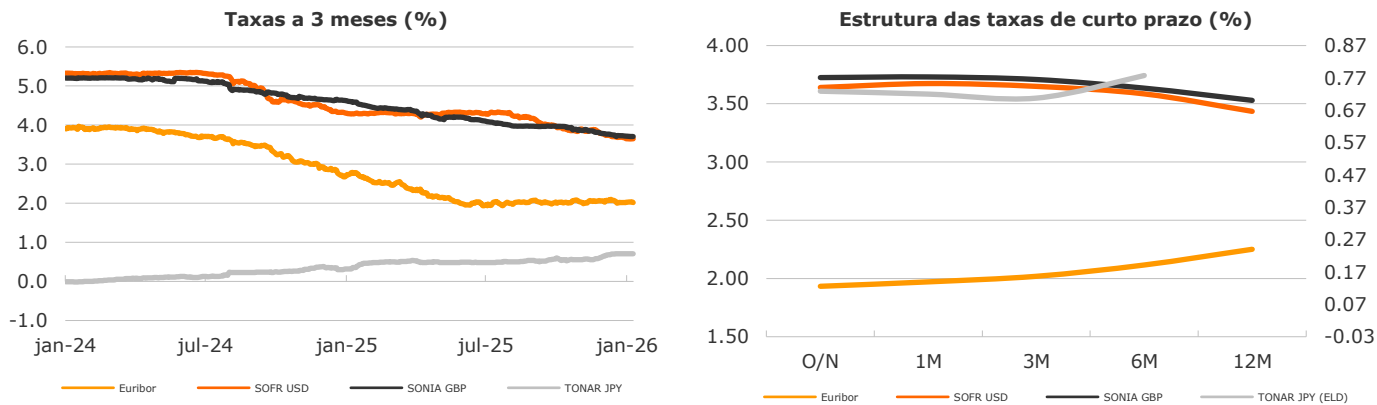
Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Quadro de política monetária

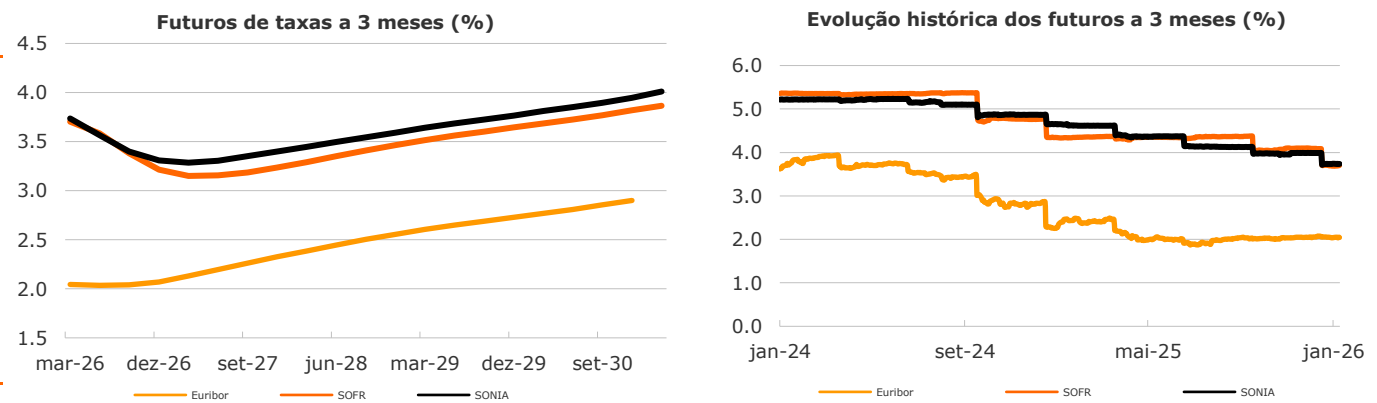
	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026
BCE	2.15%	5 jun 25 (-25 p.b.)	05-fev	0 p.b.	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Fed*	3.75%	10 dec 25 (-25 p.b.)	28-jan	0 p.b.	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%
BoJ**	0.75%	19 dec 25 (+25 p.b.)	23-jan	-	-	-	-	-
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

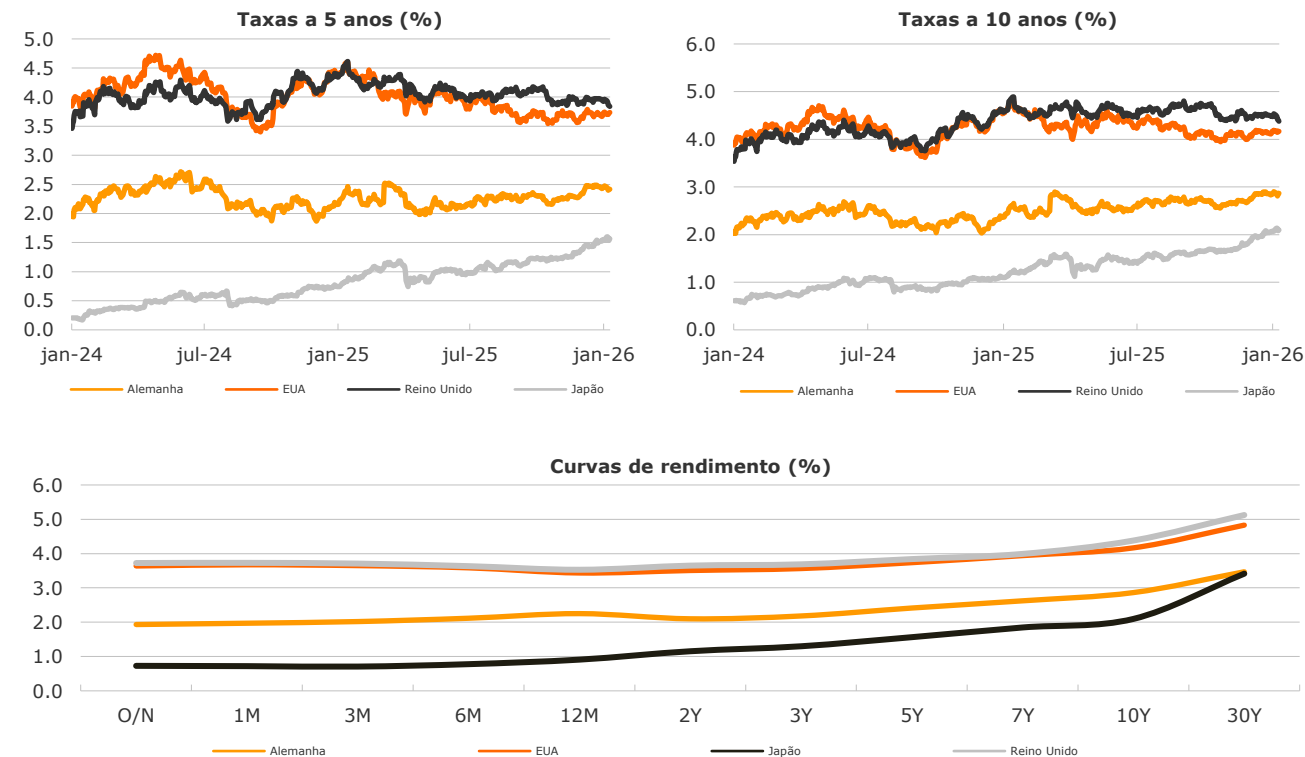


Futuros



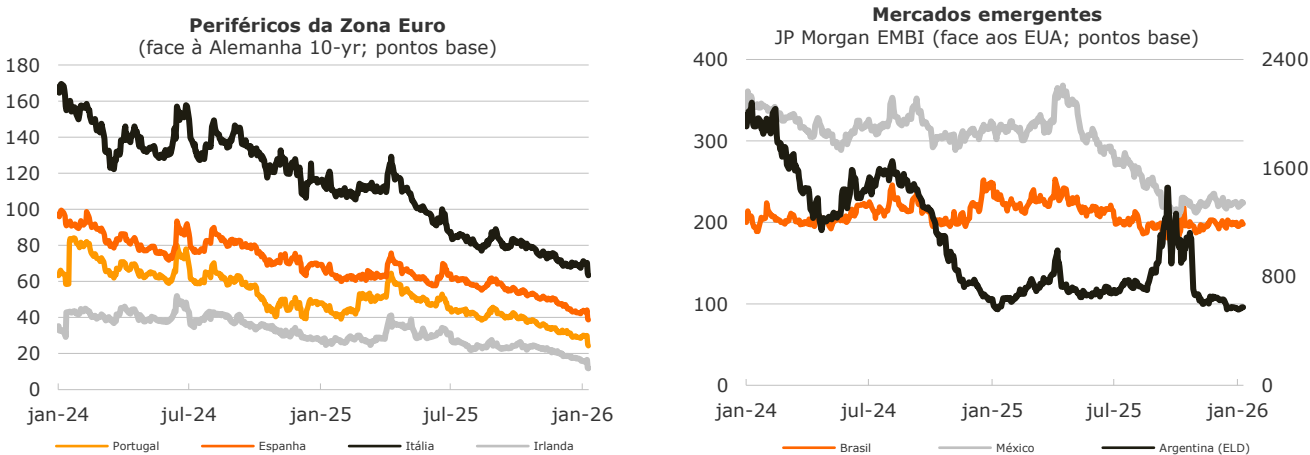
Dívida Pública

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	2.10%	-5.4	3.51%	-10.8	3.65%	-13.5	2.05%	-9.3
5 anos	2.41%	-5.2	3.74%	-5.1	3.84%	-13.1	2.45%	-7.4
10 anos	2.86%	1.4	4.17%	-2.1	4.38%	-12.4	3.11%	-5.9
30 anos	3.47%	1.1	4.83%	2.2	5.12%	-7.2	3.97%	-1.1

Spreads

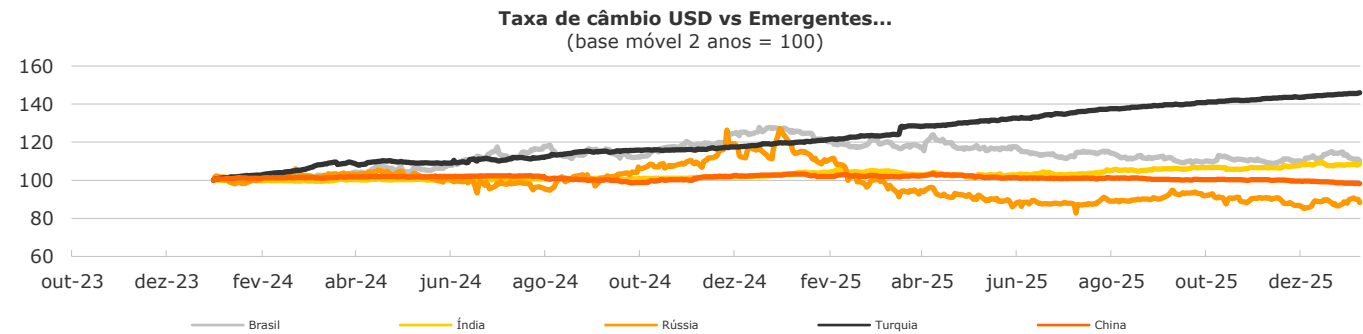
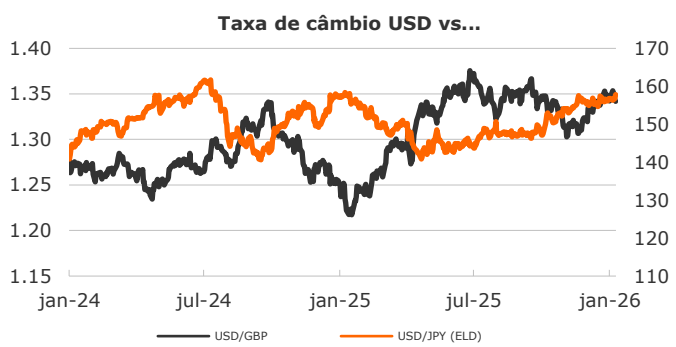
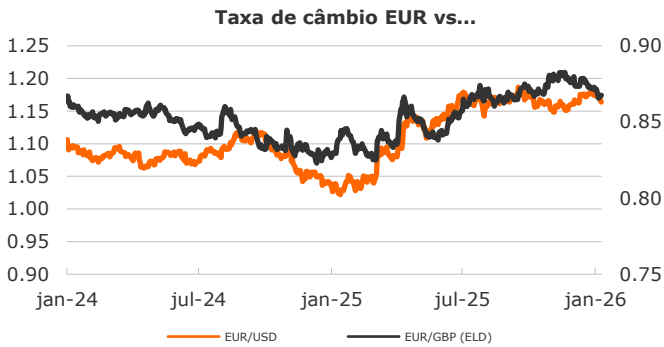


Mercado Cambial**Taxas de câmbio**

			Variação (%)				Homóloga	Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD		Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.164	-0.77%	0.15%	-0.81%	13.05%	1.19	1.01
	GBP	R.U.	0.868	-0.37%	-0.77%	-0.48%	3.67%	0.89	0.82
	CHF	Suiça	0.932	0.38%	-0.52%	0.14%	-0.79%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.34	-0.33%	0.90%	-0.25%	9.08%	1.38	1.21
	JPY	Japão	157.85	0.69%	0.59%	0.65%	-0.16%	158.87	139.89
Emergentes									
	CNY	China	6.98	-0.17%	-1.22%	-0.17%	-4.84%	7.35	6.98
	BRL	Brasil	5.35	-1.27%	-1.70%	-2.93%	-11.81%	6.21	5.17

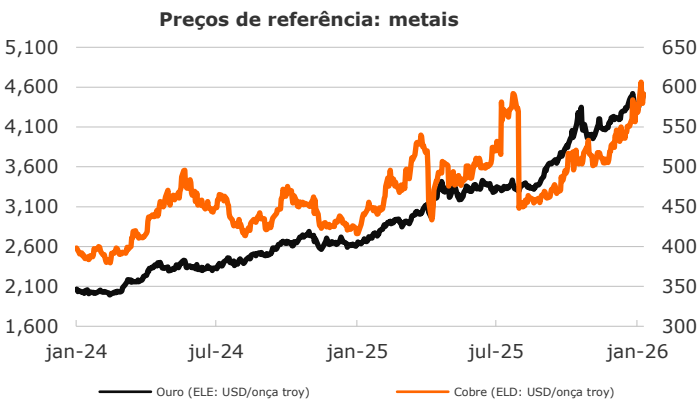
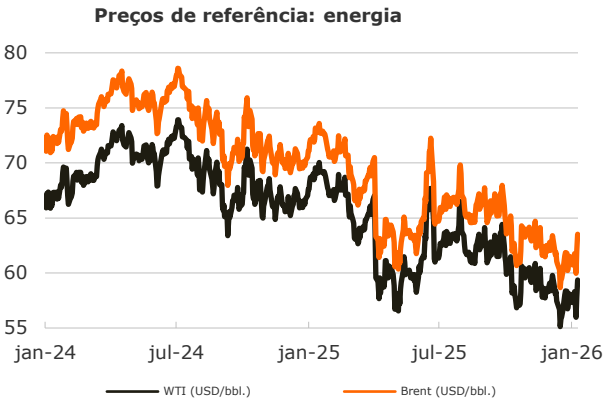
Taxas de câmbio efetivas nominais

			Variação (%)				Homóloga	Últimos 12 meses	
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD		Máx.	Min.
EUR			104.1	-0.37%	-0.28%	-0.54%	6.91%	105.07	96.83
USD			128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-

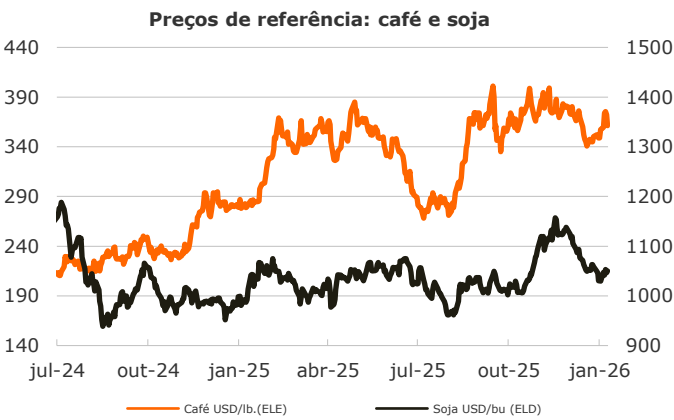
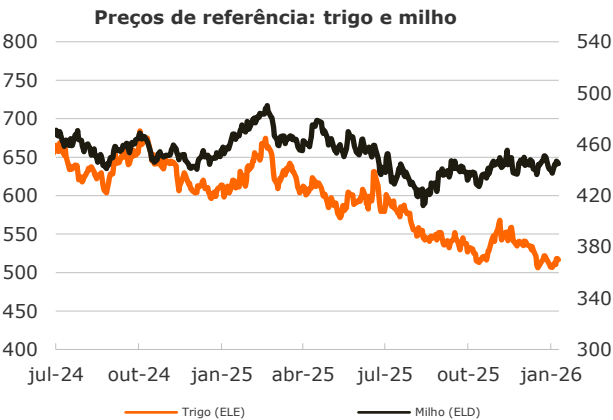
**Taxas de câmbio forward**

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.164	0.868	7.472	11.753	0.932	157.850	0.801	1.342
Tx. forward 1M	1.166	0.869	7.470	11.772	0.931	157.390	0.798	1.342
Tx. forward 3M	1.169	0.871	7.466	11.810	0.927	156.633	0.793	1.342
Tx. forward 12M	1.182	0.881	7.452	11.975	0.913	153.503	0.772	1.341
Tx. forward 5Y	1.235	0.926	-	12.595	0.839	140.843	0.679	1.333

Fonte: Bloomberg

Commodities**Energia & metais**

	9-jan	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	59.4	3.5%	2.2%	-6.5%	59.2	58.1	58.1
Brent (USD/bbl.)	63.5	4.5%	3.0%	-4.8%	62.9	60.9	62.0
Gás natural (EUR/MWh)	29.60	-7.2%	8.9%	-11.9%	2.7	4.4	4.6
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	4,511.2	4.4%	7.3%	69.2%	4,523.1	4,679.6	4,705.5
Prata (USD/ onça troy)	80.1	11.3%	33.1%	165.6%	80.0	77.6	78.8
Cobre (USD/MT)	591.4	3.9%	11.2%	5.9%	591.4	618.5	618.1

Agricultura

	9-jan	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	445.3	1.7%	-0.7%	2.9%	445.3	464.0	483.8
Trigo (USD/bu.)	517.0	2.0%	-3.3%	-11.7%	517.0	571.8	605.8
Soja (USD/bu.)	1,050.5	2.0%	-3.4%	3.8%	1,063.8	1,087.8	1,097.5
Café (USD/lb.)	361.1	1.1%	-2.1%	31.7%	361.1	324.2	304.0
Açúcar (USD/lb.)	14.9	2.3%	1.8%	-13.3%	14.8	14.8	15.4
Algodão (USD/lb.)	64.4	0.6%	0.8%	-6.9%	69.6	68.7	69.9

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
