

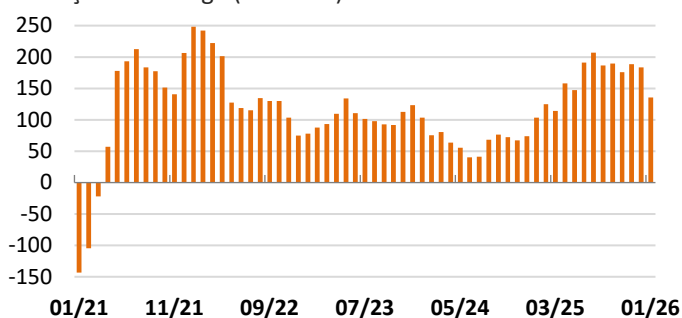
Economia portuguesa

O índice de produção industrial aumentou +1,2% em termos homólogos em janeiro (-0,5 p.p. face a dezembro), continuando a ser maioritariamente impulsionado pela componente da energia, seguida dos bens intermédios (+11,4% e +1,6% homólogo, -7,6 p.p. e -0,7 p.p. face ao mês anterior, respetivamente). Já os bens de consumo (-2,5%, -2,0 p.p.) e de investimento (-1,4%, +4,6 p.p.) registaram um declínio. Em termos mensais, o índice apresentou uma recuperação. Já o índice de volume de negócios no comércio avançou +2,1% homólogo em janeiro (+0,5 p.p.), motivado pelo comércio a retalho (+4,6%, +1,8 p.p.), nomeadamente os produtos não alimentares (+4,9%. +0,6 p.p.). Os produtos alimentares mostraram ainda uma aceleração expressiva no seu crescimento (+4,2%, +3,5 p.p.).

População empregada desacelera em janeiro, mas mantém um ritmo expressivo. De facto, a estimativa provisória aponta para um aumento de 2,6% homólogo (-0,3% em cadeia), o que representa uma desaceleração face ao crescimento médio registado na segunda metade do ano passado (o ritmo de crescimento tinha acelerado de 2,8% no 1S, para 3,7% no 2S) e do conjunto de 2025 (3,2%). Ainda assim, os 2,6% continuam a refletir uma dinâmica incrível no contexto do mercado de trabalho português (ver [Nota Breve](#)). Perante isto, o total de pessoas empregadas mantém-se próximo do máximo histórico registado em dezembro do ano passado (5.301.300 pessoas). Por sua vez, a taxa de desemprego manteve-se inalterada numa taxa surpreendentemente baixa, de 5,6% em janeiro (-0,7 p.p. face ao mês homólogo).

Portugal: população empregada*

Variação Homóloga (Milhares)



Nota: *Valores ajustados de sazonalidade.

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

Dívida pública (na ótica de Maastricht) aumenta no primeiro mês do ano. A variação mensal foi de 6,081 milhões de euros em janeiro, totalizando 280.857 milhões de euros. Este crescimento é explicado pelos títulos de dívida e, em menor dimensão, empréstimos, principalmente de longo prazo.

As novas operações de crédito mantêm o sinal positivo no começo do ano. Em janeiro, as novas operações ao sector privado não financeiro mantiveram o crescimento a dois dígitos (12,2% homólogo). O principal impulso veio das novas operações de crédito à habitação (que aumentaram mais de 16% homólogo e foram responsáveis por mais de metade do crescimento homólogo das novas operações ao sector privado não financeiro), seguido pelos novos empréstimos a empresas não financeiras (+9,9%, o que explicam cerca de 30% do aumento).

Economia internacional

A guerra no Irão ameaça a estabilidade energética e complica as perspetivas económicas. O ataque dos EUA ao Irão aumentou significativamente a instabilidade geopolítica e a incerteza económica. O impacto dependerá da duração do conflito e do âmbito geográfico das tensões. A resposta do Irão, que alargou o raio do conflito, fechou *de facto* o fluxo marítimo em Ormuz e ameaçou infraestruturas críticas nos países vizinhos, está a conduzir a uma escalada das tensões

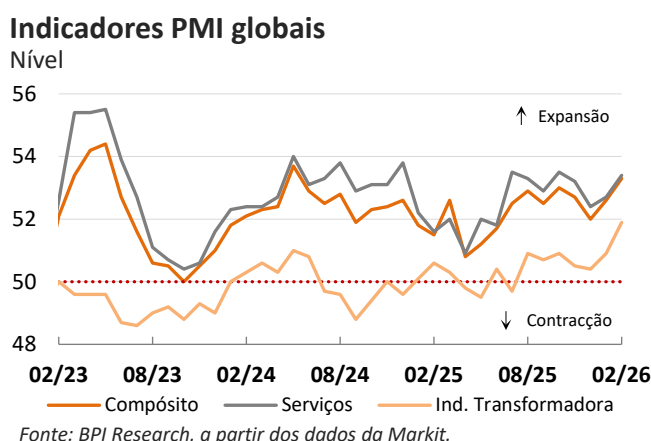
a curto prazo. Resta saber por quantos dias esta reação pode ser sustentada e qual será a abordagem dos novos dirigentes (e, em particular, do sucessor de Khamenei).

O Irão é o quarto maior produtor de crude da OPEP (com 3,3 milhões de barris por dia, mbd, e 3,3 por cento da produção mundial). A OPEP anunciou aumentos de produção a partir de abril (+206 mbd), mas o Irão detém o controlo estratégico do Estreito de Ormuz, através do qual passam mais de 20% dos fluxos comerciais marítimos de energia mundial: 25% do petróleo e 20% do GNL. Para além disso, 80% do petróleo e do GNL que passam por Ormuz têm como destino a Ásia.

A manter-se a tensão dos preços da energia refletida nos futuros (prémio de risco a curto prazo, mas regresso aos preços pré-conflito em cerca de 12 meses), o crescimento em Espanha enfraqueceria entre 0,1 pp e 0,2 pp em 2026 e na Zona Euro poderia situar-se entre 0,3 pp e 0,4 pp abaixo do cenário base em 2026; para Portugal obteremos uma situação similar, ainda que os impactos dependam sobretudo da dimensão dos aumentos dos preços da energia, da duração desse acréscimo e da forma como as expectativas de inflação reagem. No entanto, graças às reservas acumuladas de energia (sobretudo crude) e às expetativas de inflação que, por enquanto, permanecem ancoradas, o cenário monetário não se alteraria a médio prazo. Com efeito, a inflação da Zona Euro aumentaria, temporariamente, cerca de 0,4 pp em 2026, mas isso não alteraria a estratégia de um BCE que se sente confortável com a *depo* a 2,00%.

Contudo, um cenário de preços da energia mais persistentemente elevados ameaçaria perturbações mais significativas e efeitos de arrastamento sobre a inflação que poderiam exercer uma pressão ascendente sobre as expetativas. Em tal cenário, seria provável que a Fed e o BCE adotassem um tom mais *hawkish*, com as subidas das taxas a agravarem a pressão exercida pelas disrupções da oferta sobre a atividade (Ver [Nota Informativa](#)).

A atividade económica mundial estava a acelerar antes do início do conflito no Médio Oriente. O PMI da indústria transformadora mundial subiu 1,0 pontos em fevereiro, para 51,9 (50 é o limiar que indica um crescimento positivo), o valor mais elevado desde meados de 2022. O dinamismo do setor transformador concentrou-se principalmente na Ásia, com países como a Índia e a ASEAN a destacarem-se, tendo os países europeus avançado, mas a um ritmo mais lento. Em contrapartida, verifica-se um abrandamento nos EUA e uma estagnação no Canadá. Os índices de atividade industrial na China sugerem uma aceleração da atividade, tanto na indústria transformadora como, sobretudo, nos serviços, onde foram atingidos os níveis mais elevados desde a reabertura pós-pandemia. Em termos gerais, os PMI de fevereiro revelaram um início de ano bastante sólido em termos de atividade, mas teremos de esperar para ver qual será o impacto da guerra com o Irão.

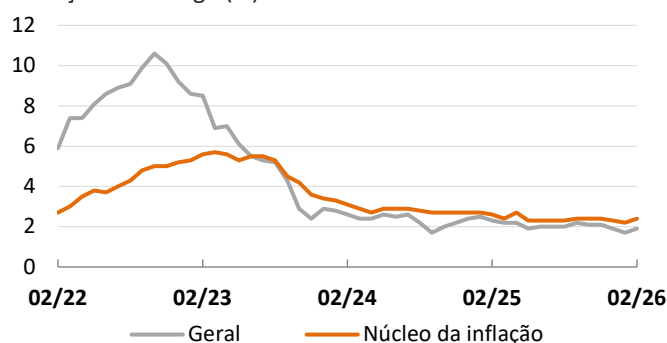


A inflação da Zona Euro mantém-se dentro dos objetivos, tendo em conta o conflito no Médio Oriente. A inflação global da Zona Euro subiu para 1,9% em fevereiro (+0,2 pp em relação a janeiro), enquanto a inflação subjacente recuperou para 2,4% (+0,2 pp), acima do esperado em ambos os casos. Por trás desta recuperação está a recuperação da inflação dos bens industriais não energéticos e dos serviços. Estes dados não alterariam a atitude de «esperar para ver» do BCE, mas a evolução do conflito iraniano e o aumento dos preços da energia nos últimos dias devem ser

acompanhados. Os futuros da energia estão a ser negociados hoje significativamente mais altos do que há um mês, o que empurraria a inflação a curto prazo um pouco acima do objetivo do BCE, mas aponta para um *choque* temporário, que não afetaria as expectativas de inflação ancoradas em 2% (Ver [Nota Breve](#)).

Zona Euro: IPCA

Variação homóloga (%)



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

Um início de ano dinâmico para a atividade nos EUA e sinais de melhoria no mercado de trabalho. Os dados de fevereiro sugerem que a atividade nos EUA permanece sólida. Os dados do ISM da indústria transformadora mantiveram-se globalmente estáveis em 52,4, na zona de expansão pelo segundo mês consecutivo. A recuperação dos preços pagos mostrou alguma pressão sobre os custos, mas o resto das componentes continua a estar em linha com uma melhoria gradual do setor. No que respeita aos serviços, o ISM registou um avanço ainda mais acentuado, passando de 53,8 para 56,1, o valor mais elevado desde 2022. Igualmente positivos foram os dados sobre o emprego privado do inquérito ADP, que revelou um aumento de 63.000 postos de trabalho em fevereiro, o maior desde julho. Finalmente, as mensagens do *Beige Book* da Fed ofereceram um diagnóstico semelhante da atividade em fevereiro, descrita como crescendo a um ritmo ligeiro a moderado, com o emprego estável e os preços ainda a subir, mas mais moderados.

Os mercados emergentes encerram o ano de 2025 mostrando robustez, apesar de uma dinâmica desigual. O PIB do Brasil cresceu 0,1% em cadeia no 4T e manteve o aumento homólogo em 1,8%. Assim, o crescimento médio em 2025 será de 2,3%. O PIB da Turquia registou algum abrandamento em termos homólogos (3,4% vs. 3,8%) e situou o crescimento da economia em 2025 em 3,6%. Por último, na Índia, o crescimento homólogo abrandou significativamente (7,8% vs. 8,4%), embora em média em 2025 tenha permanecido acima de 7,0%. Em relação a 2026, as perspetivas de crescimento para as três economias permanecem robustas, embora os preços mais elevados das matérias-primas aumentem o risco de os bancos centrais optarem por políticas monetárias mais prudentes nos próximos meses.

Mercados financeiros

O conflito no Médio Oriente dita o comportamento dos mercados financeiros. O ataque israelita e americano ao Irão levou a ajustamentos significativos nos ativos de risco desde o início da semana, favorecendo os considerados «portos seguros» e fazendo subir os preços da energia. Com efeito, o preço do crude subiu quase 20% durante a semana e o petróleo Brent encerrou a semana acima dos 84 dólares, o valor mais elevado desde agosto de 2024. Já o gás natural TFF subiu quase 60% durante a semana, para cerca de 50 euros por MWh, atingindo o valor mais alto desde fevereiro de 2024. Os futuros do crude e do gás, além disso, estavam a descontar preços 10% e 45% mais elevados para 2026 do que antes do conflito, o que suscita receios de uma inflação mais elevada a curto prazo. Os receios de uma inflação mais elevada fizeram subir as *yields* das obrigações soberanas em todos os prazos, tanto na curva europeia como na curva norte-americana, e inclinaram os mercados de futuros para um tom mais restritivo, aumentando a probabilidade de uma nova subida do BCE e reduzindo a probabilidade de a Fed conseguir efetuar dois cortes. Além disso, o aumento

dos preços da energia, devido ao impacto negativo que pode ter no crescimento da Zona Euro, está a castigar o euro, que perdeu quase 1,5% do seu valor face ao dólar durante a semana, para se situar em torno de 1,16 dólares/euro, o valor mais baixo desde o final de 2025; enquanto face à libra, perdeu 0,8% para 0,87 GBP/euro. Os mercados bolsistas registaram uma semana de grande volatilidade, com um saldo claramente negativo na semana e um pior desempenho relativo na Zona Euro e na Ásia em relação aos EUA.

O sentimento do BCE oscila em torno dos 2%. Desde junho de 2025, o BCE tem mantido uma política monetária neutra (taxa *depo* a 2,00%), apoiada por uma inflação ancorada em 2% a médio prazo, mas com um mapa de risco exigente que favorece a tomada de decisões «reunião a reunião» e sem «hipercalibrar» a política monetária a cada pequena alteração dos dados. Neste contexto, as atas da última reunião do BCE (5 de fevereiro) revelaram um tom algo *dovish*, salientando as preocupações com a possibilidade de a inflação acabar por se fixar abaixo do objetivo. Os mercados, que partilhavam esta tendência *dovish* há algumas semanas, mudaram de tom na sequência da intensificação do conflito no Médio Oriente e da pressão significativa sobre os preços da energia desde o fim de semana passado. Deste modo, as últimas citações do mercado mantiveram a previsão central de uma taxa *depo* estável em 2,00% ao longo de 2026, mas redirecionaram o balanço de riscos para o lado *hawkish*, com os mercados monetários a darem uma probabilidade próxima de 50% de que a taxa *depo* possa subir para 2,25% até ao final do ano. A este respeito, numa entrevista recente, o economista-chefe do BCE, Philip Lane, destacou o conflito no Médio Oriente como um dos principais riscos que estão a ser monitorizados. A leitura de Lane é que o conflito exerce uma pressão ascendente sobre a inflação e enfraquece a atividade económica na Zona Euro, embora tenha também observado que a magnitude destes efeitos (e, por conseguinte, as suas implicações) dependerá da profundidade e da persistência do conflito.

		5-3-26	27-2-26	Var. semanal	Acumulado 2026	Var. Homóloga
Taxas					(pontos base)	
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,05	2,01	3	2	-47
	EUA (Libor)	3,67	3,67	+0	2	-62
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,32	2,22	+9	7	-13
	EUA (Libor)	3,51	3,47	+4	9	-49
Taxas 2 anos	Alemanha	2,24	2,00	+24	12	-1
	EUA	3,58	3,37	+21	11	-38
Taxas 10 anos	Alemanha	2,84	2,64	20	-2	1
	EUA	4,14	3,94	20	-3	-14
	Espanha	3,30	3,06	24	1	-15
	Portugal	3,23	3,00	23	8	-12
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	46	42	4	3	-16
	Portugal	39	36	3	9	-13
Mercado de Ações					(percentagem)	
S&P 500		6.831	6.879	-0,7%	-0,2%	19,0%
Euro Stoxx 50		5.783	6.138	-5,8%	-0,1%	4,8%
IBEX 35		17.245	18.361	-6,1%	-0,6%	30,3%
PSI 20		8.932	9.276	-3,7%	8,1%	33,5%
MSCI emergentes		1.504	1.611	-6,7%	7,1%	32,9%
Câmbios					(percentagem)	
EUR/USD	dólares por euro	1,161	1,181	-1,7%	-1,2%	7,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,869	0,876	-0,8%	-0,3%	3,8%
USD/CNY	yuan por dólar	6,911	6,862	0,7%	-1,1%	-4,6%
USD/MXN	pesos por dólar	17,722	17,227	2,9%	-1,6%	-12,7%
Matérias-Primas					(percentagem)	
Índice global		126,8	121,7	4,2%	15,6%	21,4%
Brent a um mês	\$/barril	85,4	72,5	17,8%	40,4%	23,0%
Gas n. a um mês	€/MWh	50,7	32,0	58,7%	80,1%	32,7%

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

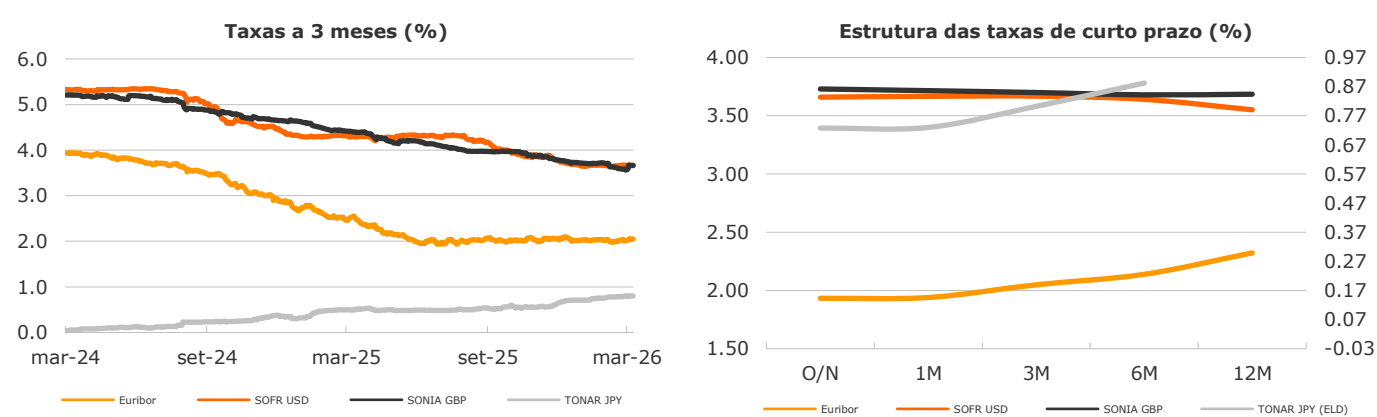
Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

Quadro de política monetária

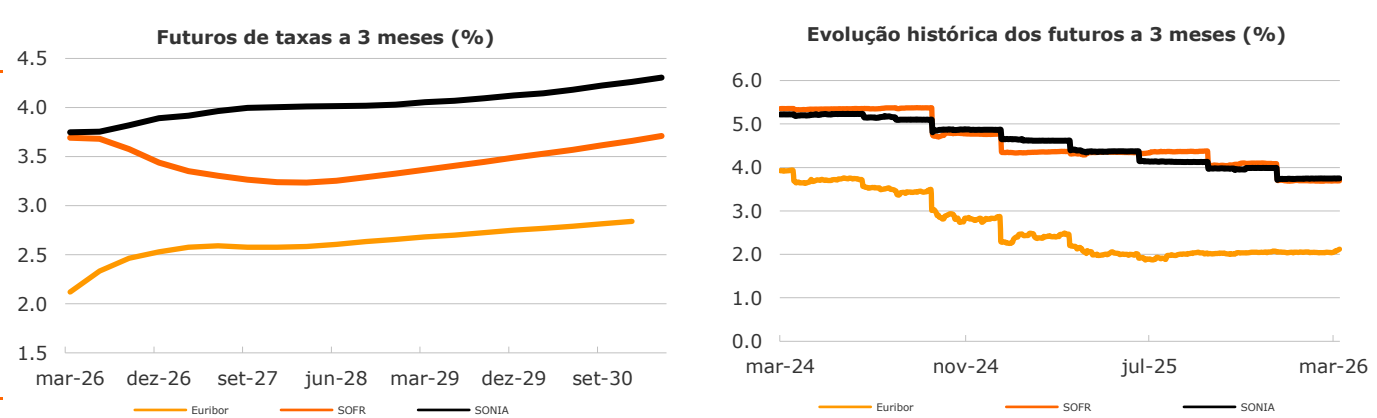
	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026
BCE	2.15%	5 jun 25 (-25 p.b.)	19-mar	0 p.b.	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Fed*	3.75%	10 dec 25 (-25 p.b.)	18-mar	0 p.b.	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%
BoJ**	0.75%	19 dec 25 (+25 p.b.)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

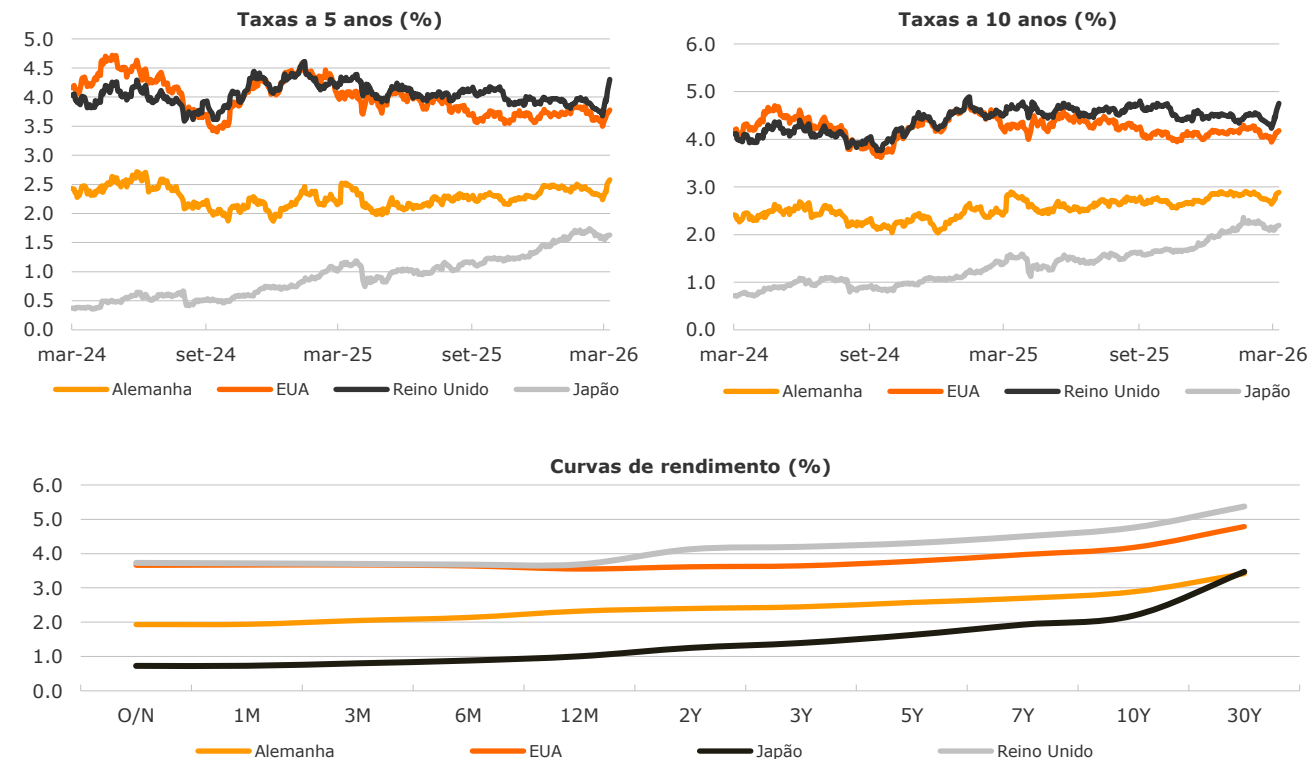


Futuros



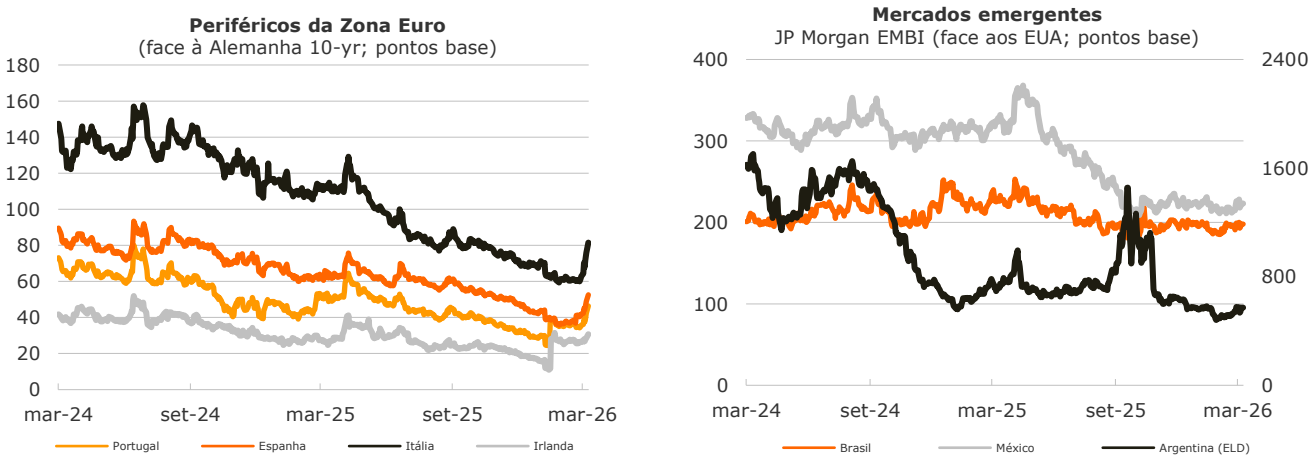
Dívida Pública

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	2.40%	32.1	3.62%	13.2	4.12%	49.6	2.49%	37.3
5 anos	2.58%	17.0	3.78%	3.2	4.30%	40.4	2.82%	23.1
10 anos	2.89%	4.6	4.18%	-2.3	4.75%	22.7	3.35%	15.3
30 anos	3.42%	-11.0	4.79%	-7.2	5.37%	2.5	3.97%	-2.2

Spreads

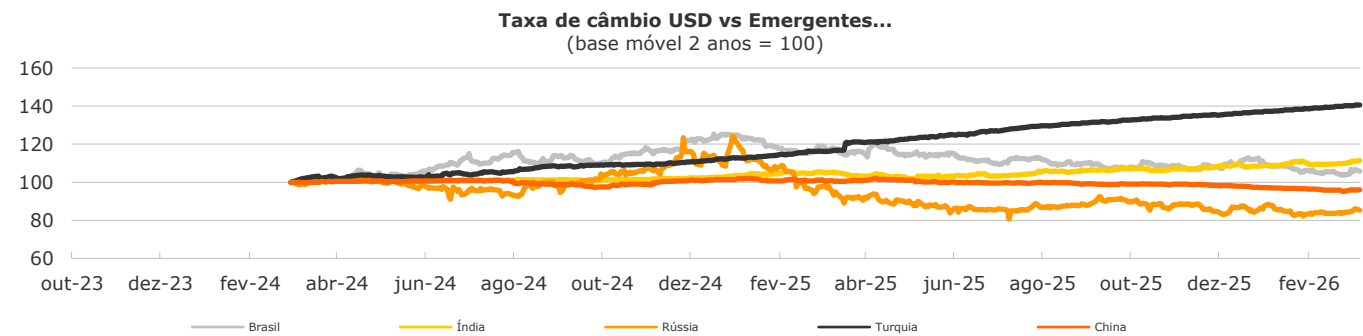
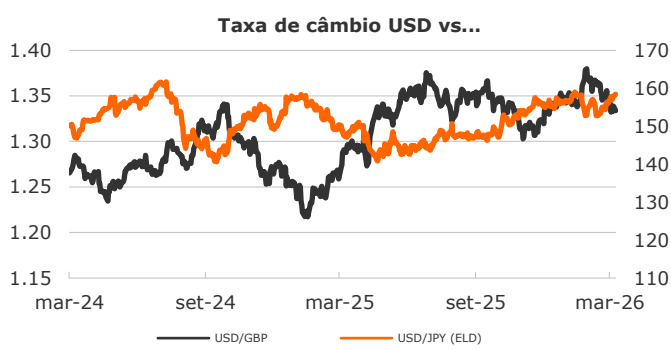
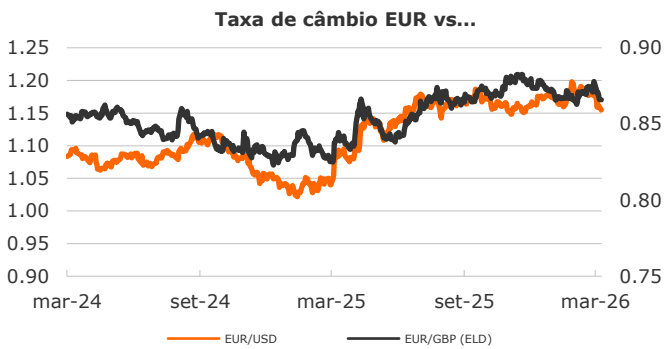


Mercado Cambial**Taxas de câmbio**

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...	USD	E.U.A.	1.155	-1.35%	-3.02%	-1.59%	6.64%	1.21	1.07
	GBP	R.U.	0.866	-0.69%	-0.46%	-0.67%	2.92%	0.89	0.83
	CHF	Suiça	0.900	-1.22%	-1.51%	-3.34%	-5.70%	0.97	0.90
USD vs...	GBP	R.U.	1.33	-0.58%	-2.44%	-0.85%	3.57%	1.39	1.27
	JPY	Japão	158.43	0.68%	1.58%	1.02%	7.64%	159.45	139.89
Emergentes	CNY	China	6.92	0.19%	-0.03%	-1.02%	-4.71%	7.35	6.83
	BRL	Brasil	5.24	1.36%	0.94%	-5.00%	-10.28%	6.12	4.97

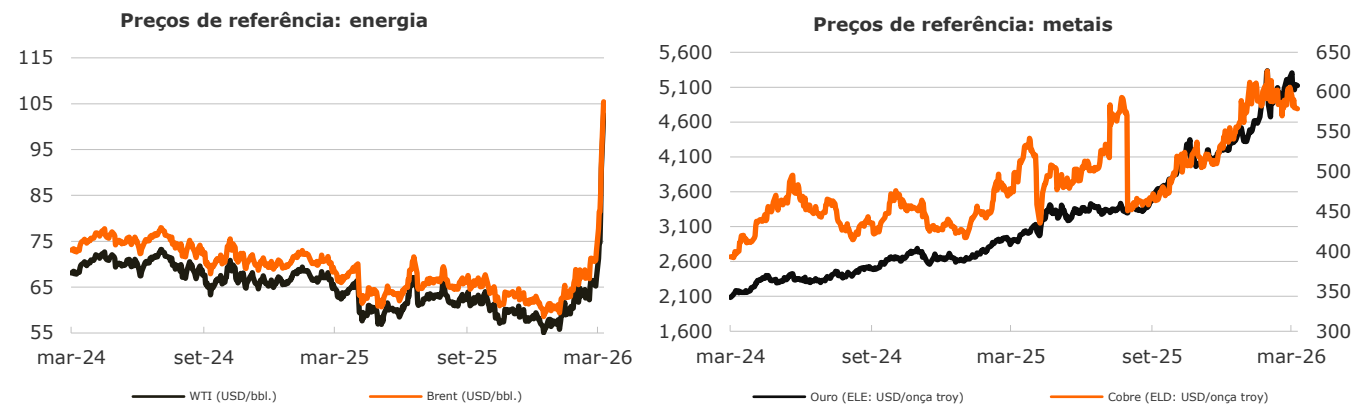
Taxas de câmbio efetivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR			103.1	-1.18%	-1.25%	-1.47%	3.84%	105.07	99.16
USD			128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-

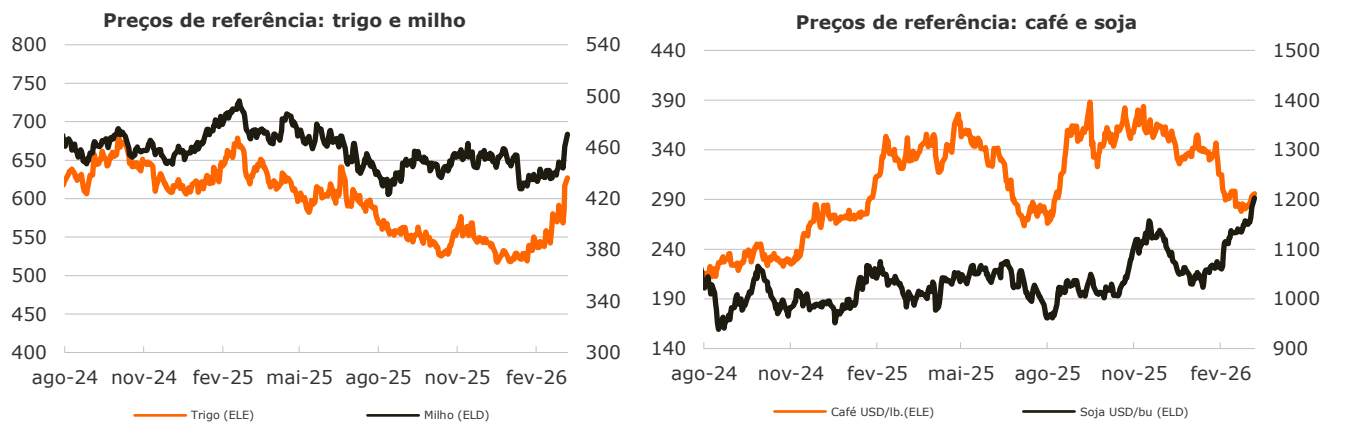
**Taxas de câmbio forward**

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.155	0.866	7.471	11.120	0.900	158.430	0.779	1.334
Tx. forward 1M	1.157	0.867	7.469	11.140	0.898	157.971	0.777	1.334
Tx. forward 3M	1.160	0.870	7.464	11.177	0.895	157.176	0.772	1.334
Tx. forward 12M	1.171	0.881	7.447	11.353	0.880	154.008	0.751	1.330
Tx. forward 5Y	1.215	0.936	-	12.097	0.807	141.441	0.664	1.299

Fonte: Bloomberg

Commodities**Energia & metais**

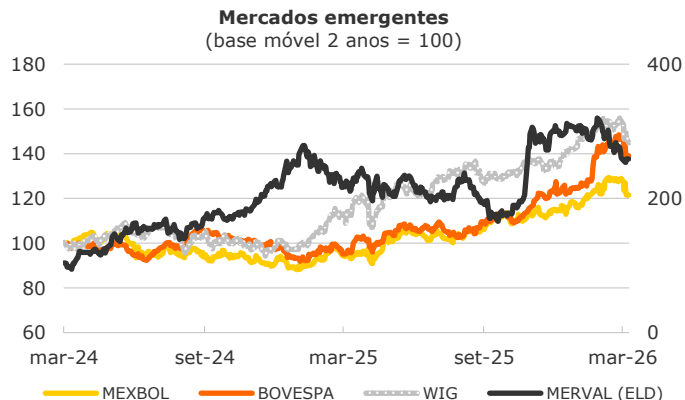
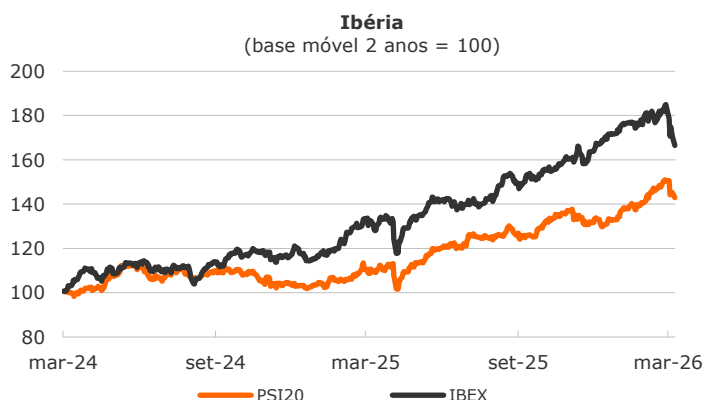
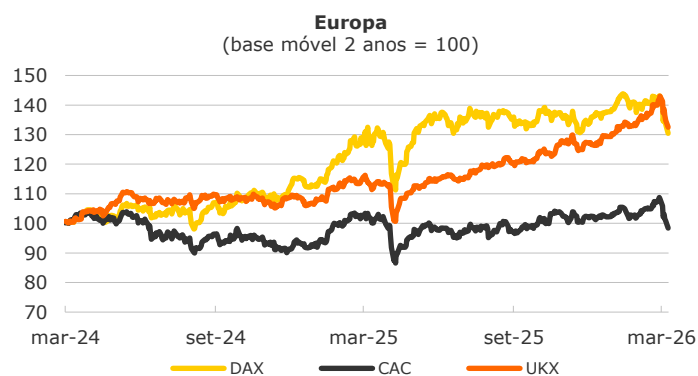
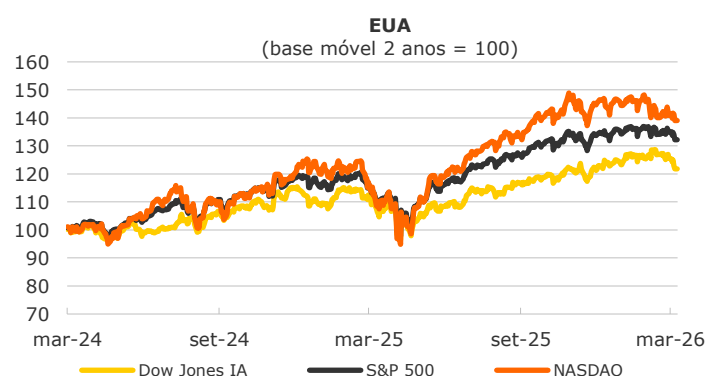
	9-mar	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	102.7	44.2%	59.9%	66.0%	98.2	70.5	64.8
Brent (USD/bbl.)	105.4	35.6%	54.0%	60.8%	92.8	75.6	69.5
Gás natural (EUR/MWh)	61.50	30.2%	77.2%	84.7%	3.4	3.8	3.5
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	5,125.2	-3.4%	1.6%	77.6%	5,124.6	5,258.0	5,355.0
Prata (USD/ onça troy)	84.3	-4.2%	2.0%	163.2%	84.2	83.9	87.9
Cobre (USD/MT)	579.3	-2.6%	-3.8%	24.4%	579.3	607.6	610.1

Agricultura

	9-mar	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	470.3	5.5%	7.6%	5.0%	470.3	502.8	507.3
Trigo (USD/bu.)	626.8	8.6%	16.4%	14.2%	626.8	673.0	668.3
Soja (USD/bu.)	1,203.3	4.6%	8.3%	19.0%	1,221.0	1,167.8	1,172.5
Café (USD/lb.)	296.1	3.9%	0.7%	-17.3%	296.1	276.6	262.1
Açúcar (USD/lb.)	14.4	3.8%	3.4%	-10.5%	15.5	14.8	15.6
Algodão (USD/lb.)	64.7	0.2%	1.5%	-7.2%	70.8	70.3	70.8

Mercado de Ações
Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
		Actual	Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	23,056	13-jan	25,508	7-abr	18,490	-6.4%	0.2%	-5.9%
França	CAC 40	7,804	26-fev	8,642	7-abr	6,764	-7.0%	-3.9%	-4.2%
Portugal	PSI 20	8,804	27-fev	9,329	7-abr	6,194	-5.0%	29.1%	6.5%
Espanha	IBEX 35	16,648	27-fev	18,574	7-abr	11,583	-6.9%	25.6%	-3.8%
R. Unido	FTSE 100	10,112	27-fev	10,935	7-abr	7,545	-6.2%	16.5%	1.8%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,576	26-fev	6,200	7-abr	4,540	-6.9%	2.0%	-3.7%
EUA									
	S&P 500	6,740	28-jan	7,002	7-abr	4,835	-2.0%	16.8%	-1.5%
	Nasdaq Comp.	22,388	29-out	24,020	7-abr	14,784	-1.2%	23.0%	-3.7%
	Dow Jones	47,502	10-fev	50,513	7-abr	36,612	-3.0%	11.0%	-1.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	52,729	26-fev	59,332	7-abr	30,793	-9.2%	42.9%	4.7%
Singapura	Straits Times	5,252	27-fev	6,347	9-abr	2,285	-15.9%	104.9%	24.6%
Hong-Kong	Hang Seng	25,408	29-jan	28,056	9-abr	19,260	-2.5%	4.9%	-0.9%
Emergentes									
México	Mexbol	67,314	12-fev	72,111	7-abr	49,799	-5.7%	27.4%	4.7%
Argentina	Merval	2,626,115	28-jan	3,296,502	19-set	1,635,451	-0.6%	16.1%	-13.9%
Brasil	Bovespa	179,365	25-fev	192,624	11-mar	122,636	-5.0%	43.5%	11.3%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	12,445	18-fev	14,533	24-mar	8,873	-6.8%	18.4%	10.5%



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
