

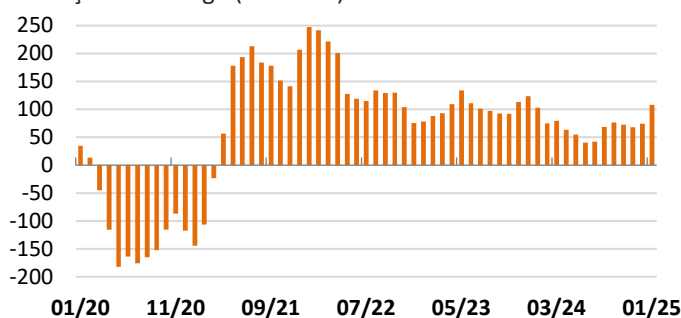
## Economia portuguesa

**2025 inicia com prolongamento das tendências de 2024: força no comércio a retalho e fraqueza na produção industrial.** Assim, as vendas a retalho deflacionadas e corrigidas de sazonalidade aumentaram 5,4% homólogo em janeiro. As vendas de produtos alimentares cresceram 7,6% e as não alimentares, excluindo combustíveis, 5,1%. Por sua vez, a produção industrial continua em queda, tendo contraído 4,3% homólogo, com quedas mais acentuadas na produção de bens de investimento e intermédios: -8,8% e -5,7%, respetivamente. A produção de bens de consumo teve um crescimento marginal de 0,7% homólogo.

**O mercado de trabalho não regista surpresas no início do ano.** De facto, o emprego voltou a crescer ligeiramente acima de 2% em janeiro, tal como tinha acontecido no início de 2023, colocando o total de pessoas empregadas (de 5.167.300 indivíduos) num novo máximo histórico da série mensal (ver [Nota Breve](#)). Por sua vez, a taxa de desemprego diminuiu 0,2 p.p. quer em termos homólogos, quer em cadeia, fixando-se em 6,2% em janeiro. Ainda que seja o primeiro registo de 2025, tudo parece apontar que o mercado de trabalho continuará a suportar a atividade económica em 2025.

### Portugal: população empregada\*

Varição Homóloga (Milhares)



Nota: \*Valores ajustados de sazonalidade.

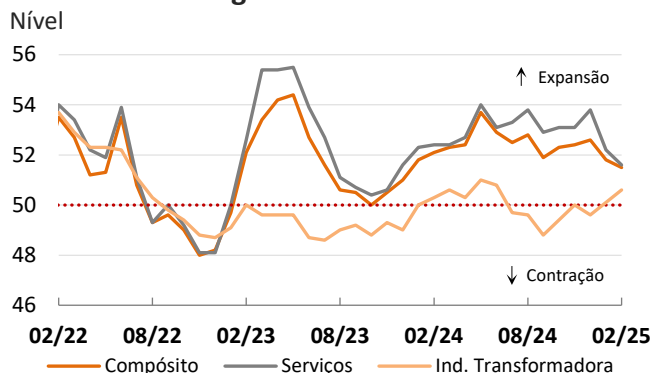
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

**As novas operações de crédito seguem em terreno positivo, impulsionadas pelos particulares.** Mais concretamente, as novas operações de crédito ao sector privado não financeiro aumentaram 11,6% homólogo em janeiro, perante o comportamento positivo do financiamento concedido a particulares. Assim, as novas operações de crédito à habitação aumentaram quase 26% homólogo, sendo de destacar que, pelo quarto mês consecutivo, os mais jovens (com menos de 35 anos) representam uma parcela bastante relevante dos novos empréstimos (quase 50%). Em sentido contrário, as novas operações às SNF caíram 1,4% homólogo.

## Economia internacional

**O crescimento da atividade económica abranda, devido à incerteza geopolítica.** O índice PMI composto para a atividade global situou-se em 51,5 em fevereiro, 3 décimas abaixo do mês anterior. Ambos os setores, indústria transformadora e serviços, contribuíram positivamente para a expansão da atividade, embora no caso deste último o crescimento tenha moderado para o ritmo mais lento dos últimos 14 meses. Geograficamente, os EUA caíram ligeiramente (mas permanecem em território expansionista) e a Zona Euro continuou a mostrar sinais de fraqueza, com exceção de Espanha. Na China, entretanto, as medidas de estímulo económico do Governo continuaram a apoiar o crescimento, embora o seu efeito se tenha desvanecido ao longo dos meses. Contudo, os preços na produção voltaram a aumentar, especialmente nos EUA, onde algumas empresas apontaram para preços mais elevados por parte dos fornecedores, em antecipação de possíveis tarifas.

## Indicadores PMI globais



**O BCE revê a inflação em alta e o crescimento em baixa, mas as previsões não têm em conta o estímulo fiscal na Alemanha.** No seu relatório, o BCE observa que a atual incerteza geopolítica pode ter um efeito negativo no crescimento da Zona Euro nos próximos anos. Reviu em baixa as suas previsões de crescimento em 2 décimas para 2025 e 2026, para 0,9% e 1,2%, respetivamente, e mantém 1,3% para 2027. Ainda que tenha revisto em alta a inflação global para 2025 devido aos preços da energia, mantém a sua estimativa para os próximos dois anos. O BCE coloca o balanço dos riscos para o crescimento no lado negativo, embora Lagarde tenha dito na conferência de imprensa que o impulso orçamental anunciado pela Alemanha e o plano *ReArm Europe* da Comissão Europeia não foram tidos em conta nas previsões; isto impulsionaria o crescimento da economia europeia, mas poderia também aumentar as pressões inflacionistas. Esta semana ficámos também a conhecer a evolução dos preços em fevereiro, em que tanto a inflação global como a inflação subjacente diminuíram 1 décima (um pouco menos do que o esperado) para 2,4% e 2,6% em termos homólogos, respetivamente. Das três grandes economias, França registou um ligeiro ajustamento da inflação (-0,9 p.p., para 1,8% homólogo), enquanto na Alemanha e em Itália as taxas de crescimento homólogas se mantiveram ao nível de janeiro (2,8% e 1,7%, respetivamente).

## Projeções Macroeconómicas do Banco Central Europeu

	março 2025				Var. em relação a dezembro 2024			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
<b>PIB</b>								
Var. anual (%)	0,8	0,9	1,2	1,3	0,1	-0,2	-0,2	0,0
<b>Inflação global</b>								
Var. anual (%)	2,4	2,3	1,9	2,0	0,0	0,2	0,0	-0,1
<b>Inflação subjacente</b>								
Var. anual (%)	2,8	2,2	2,0	1,9	-0,1	-0,1	0,1	0,0
<b>Desemprego</b>								
(% população ativa)	6,4	6,3	6,3	6,2	0,0	-0,2	0,0	0,1

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

**Num Conselho Europeu extraordinário, os Estados-Membros aprovaram o pacote de defesa apresentado pela Comissão.** O denominado plano *ReArm Europe* inclui a ativação da «cláusula de salvaguarda» nas regras fiscais europeias, que poderá libertar até 650.000 milhões de euros de despesas de defesa nacional nos próximos quatro anos, e a criação de um novo fundo para financiar as necessidades de defesa comuns, dotado de empréstimos no valor de 150.000 milhões de euros. Assim, o possível novo Governo de coligação na Alemanha (CDU/CSU e SPD) vai apresentar na próxima semana ao Bundestag uma proposta para que as despesas com a defesa superiores a 1% do PIB não sejam contabilizadas no limite anual da dívida, bem como a criação de um fundo de 500.000 milhões de euros para financiar infraestruturas estratégicas.

**As tensões comerciais globais estão a aumentar.** Os EUA reintroduziram tarifas de 25% sobre as importações canadenses e mexicanas depois de as terem suspenso durante um mês, afirmando que os dois países não tomaram medidas suficientes para desencorajar o fluxo de fentanil para os EUA. Subsequentemente, concordou em prorrogar por um mês (até 2 de abril) a entrada em vigor do aumento das tarifas sobre os produtos que cumprem o acordo comercial USMCA (que inclui as importações de automóveis e peças de automóveis). Como resposta, o Canadá impôs uma tarifa de 25% sobre 30.000 milhões de dólares canadenses de produtos americanos, com a possibilidade de a aumentar para 125.000 milhões de dólares canadenses, enquanto o México responderá com medidas que serão anunciadas posteriormente. A Casa Branca impôs também tarifas adicionais de 10% sobre as importações chinesas, às quais a China respondeu com taxas de 10% a 15% sobre os produtos agrícolas.

**A incerteza tarifária está a pesar sobre a economia dos EUA.** Os primeiros dados a refletir a incerteza foram os índices de confiança (ver [Pulso da semana anterior](#)), seguidos do índice ISM da indústria transformadora para fevereiro, que desceu de 50,9 para 50,3. A queda da componente de novas encomendas e a recuperação do índice de preços pagos são também indicadores de más perspetivas para os próximos meses. Em contrapartida, o défice comercial aumentou em janeiro de 98.000 milhões de dólares para 131.400 milhões de dólares, devido a um aumento significativo das importações (+10% em cadeia), dado que as empresas estão a tentar antecipar as novas tarifas. O setor dos serviços, por outro lado, tem-se mostrado mais resiliente, com o ISM de fevereiro a subir para 53,5 (de 52,8 em janeiro). Destaca-se ainda o inquérito ADP sobre os empregos privados não agrícolas, que mostrou uma queda significativa na criação de emprego (77.000 em fevereiro vs. 186.000 em janeiro).

## Mercados financeiros

**A volatilidade da política económica está a aumentar e, com ela, a volatilidade do mercado.** Os investidores continuam a estar à mercê das notícias políticas quando tomam as suas decisões. Desta forma, o anúncio dos três maiores partidos alemães de que irão reformar a Constituição (com o Parlamento cessante) para permitir uma maior despesa pública em defesa e infraestruturas levou a uma subida intradiária sem precedentes da *yield* da obrigação soberana alemã a 10 anos (quase +30 p.b.), que na semana acumulou uma subida de mais de 40 p.b. Este aumento repercutiu-se também nas obrigações dos restantes países da Zona Euro, embora os *spreads* periféricos tenham mesmo diminuído ligeiramente, e fez subir os preços da dívida em todas as economias desenvolvidas (os *benchmarks* a 10 anos dos EUA, Reino Unido e Japão subiram 7, 17 e 16 p.b., respetivamente). O movimento também implicou uma forte subida da inclinação que no caso da curva alemã, a inclinação 10-2 anos subiu mais de 20 p.b. As implícitas no mercado monetário também refletiram esta mudança, passando a descontar taxas um pouco mais altas na Zona Euro (onde, após a reunião do BCE, se espera que a taxa *depo* no final do ano seja de 2% em vez de 1,75%, como esperado na semana anterior) e mais baixas nos EUA (onde já estão descontados até três cortes nas taxas da Fed este ano). No mercado cambial, este movimento favoreceu a apreciação do euro, que acumulou uma valorização de 4% face ao dólar durante a semana, embora a sua apreciação face a outras moedas tenha sido menos acentuada. Já o dólar desvalorizou em termos nominais efetivos em mais de 3%, depois de as tarifas impostas por Trump ao México e ao Canadá terem feito com que as suas moedas se valorizassem em mais de 1%. Nas bolsas, a semana foi mista em todas as geografias. Enquanto na Europa os índices francês e alemão beneficiaram do anúncio de um maior investimento público na Alemanha e da esperada flexibilização dos requisitos de consolidação orçamental da UE, nos EUA a incerteza quanto às tarifas pesou no desempenho dos principais índices, que ficaram abaixo do nível em que se encontravam quando Trump ganhou as eleições em novembro. Em contrapartida, os índices de ações das economias emergentes registaram ganhos generalizados, tanto na América Latina como na Ásia, onde o Hang Seng se destacou, graças às boas expectativas dos investidores em relação à IA na China. Finalmente, no mercado das matérias-primas, destaca-se as quedas do petróleo e, no índice de referência europeu, do gás natural (TTF holandês). Este último caiu mais de 10% durante a semana e já desceu mais de 35% em relação aos máximos do ano, registados em meados de fevereiro, devido às expectativas de que a paz na Ucrânia significará o regresso do gás russo à UE.

**O BCE reduziu as taxas em 25 p.b. e evitou comprometer-se no atual ambiente volátil.** O BCE, como previsto, na reunião da semana passada, baixou as taxas de juro em 25 p.b. e colocou a taxa *depo* em 2,50%, com base na boa

evolução da desinflação (ver [Nota Breve](#)). O BCE retirou a referência ao facto de a política monetária, depois deste corte, continuar a ser restritiva e considera agora que a política monetária é «consideravelmente menos restritiva». Lagarde explicou que o BCE está agora preso entre duas margens: os efeitos das taxas elevadas ainda se fazem sentir, embora os indícios de abrandamento sejam cada vez mais importantes. Portanto, num contexto de elevada volatilidade e de incerteza quanto à política económica, Lagarde sublinhou que o BCE não se pode comprometer de forma alguma e que continuará a depender dos dados para decidir se faz uma pausa ou retoma a flexibilização em reuniões futuras. Em contrapartida, Lagarde esclareceu que o Conselho do BCE não está a considerar o possível efeito da redução do balanço sobre a orientação da política monetária, visto que o mercado está a absorver gradual e suavemente a dívida pública que o BCE já não compra. Esclareceu ainda que o BCE não está preocupado com a recente subida das *yields* das obrigações alemãs, uma vez que, até à data, esta não conduziu a um aumento dos diferenciais periféricos e que a principal preocupação do BCE no mercado de dívida pública é o risco de fragmentação. O mercado fez uma leitura ligeiramente mais restritiva da declaração e espera agora que a taxa *depo* atinja um nível mínimo de 2% até ao final do ano (face a 1,75% há uma semana).

		6-3-25	28-2-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
<b>Taxas</b>		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,51	2,46	5	-20	-142
	EUA (Libor)	4,29	4,32	-3	-2	-103
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,45	2,39	+5	-1	-130
	EUA (Libor)	3,97	4,13	-16	-21	-103
Taxas 2 anos	Alemanha	2,25	2,03	+22	17	-58
	EUA	3,96	3,99	-3	-28	-54
Taxas 10 anos	Alemanha	2,83	2,41	43	47	53
	EUA	4,28	4,21	7	-29	20
	Espanha	3,45	3,05	40	39	33
	Portugal	3,35	2,94	41	50	39
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	62	64	-2	-8	-20
	Portugal	52	53	-2	4	-14
<b>Mercado de Acções</b>		(percentagem)				
S&P 500		5.739	5.955	-3,6%	-2,4%	11,3%
Euro Stoxx 50		5.520	5.464	1,0%	12,8%	11,0%
IBEX 35		13.234	13.347	-0,8%	14,7%	28,2%
PSI 20		6.690	6.800	-1,6%	4,9%	8,0%
MSCI emergentes		1.131	1.097	3,1%	5,2%	9,8%
<b>Câmbios</b>		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,079	1,038	4,0%	4,2%	-1,5%
EUR/GBP	libras por euro	0,837	0,825	1,5%	1,2%	-2,0%
USD/CNY	yuan por dólar	7,242	7,278	-0,5%	-0,8%	0,7%
USD/MXN	pesos por dólar	20,290	20,551	-1,3%	-2,6%	20,2%
<b>Matérias-Primas</b>		(percentagem)				
Índice global		104,5	102,8	1,7%	5,8%	6,3%
Brent a um mês	\$/barril	69,5	73,2	-5,1%	-6,9%	-16,3%
Gas n. a um mês	€/MWh	38,2	44,3	-13,7%	-21,8%	47,1%

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

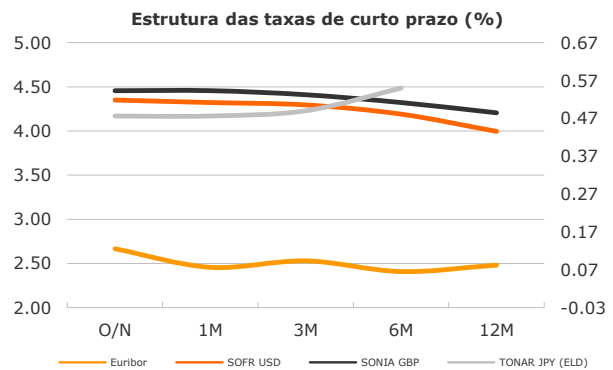
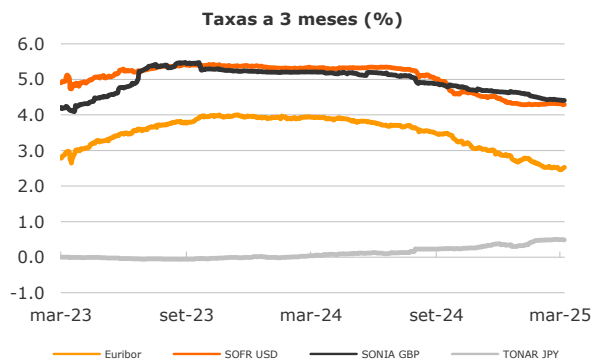
Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025
BCE	2.65%	6 mar 25 (-25 bp)	17-abr	-25 pb	2.65%	2.40%	2.15%	2.15%
Fed*	4.50%	18 dez 24 (-25 bp)	19-mar	0 pb	4.50%	4.50%	4.50%	4.25%
BoJ**	0.50%	24 jan 25 (+25 bp)	19-mar	-	-	-	-	-
BoE	4.50%	06 fev 25 (-25 bp)	20-mar	-	-	-	-	-
SNB***	0.50%	12 dez 24 (-50 bp)	20-mar	-	-	-	-	-

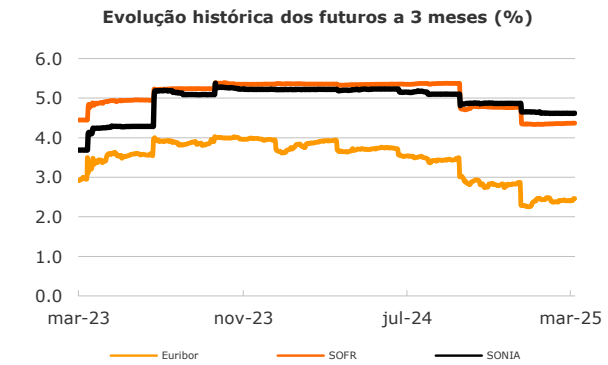
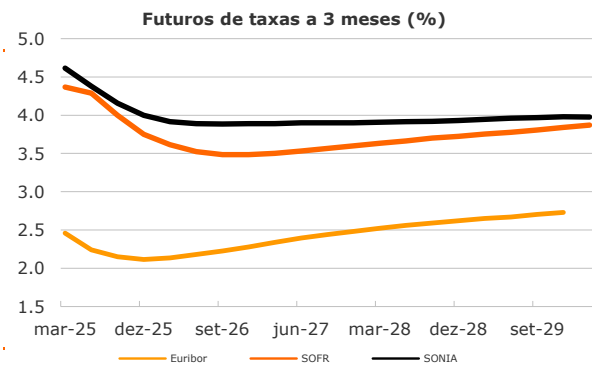
Nota: \* Limite superior do intervalo. \*\* A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

\*\*\* O nível actual refere-se ao valor médio do objectivo do SNB para a Libor 3 meses do CHF.

Taxas de curto-prazo

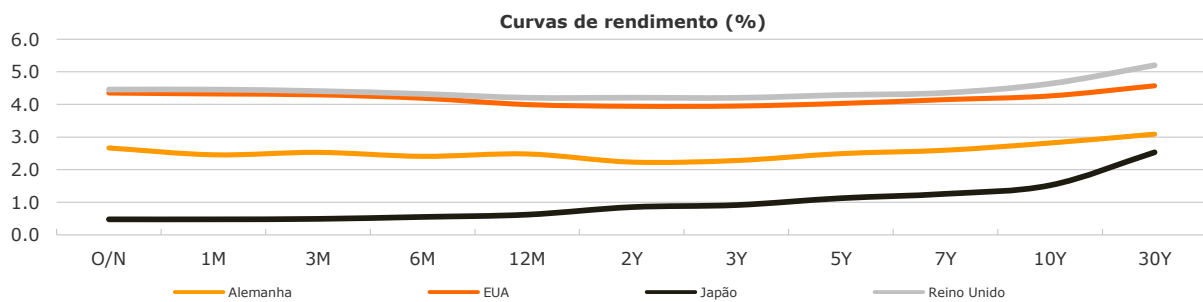
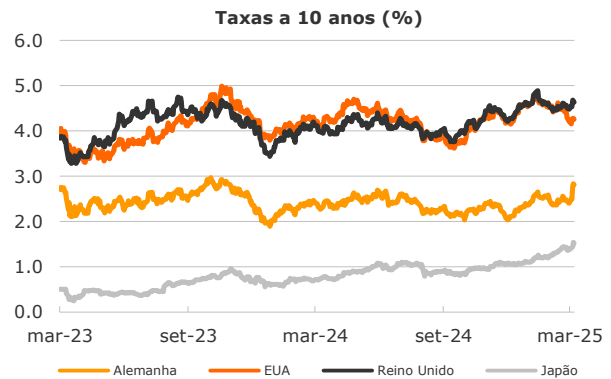
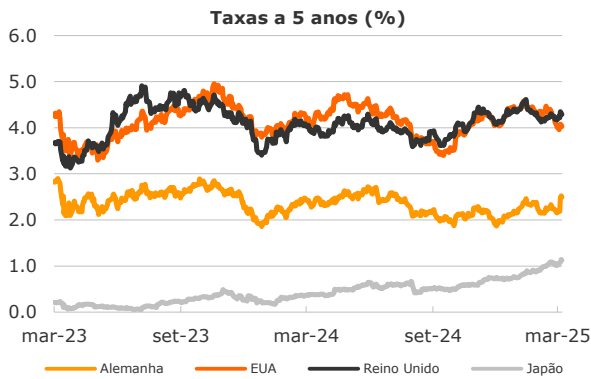


Futuros



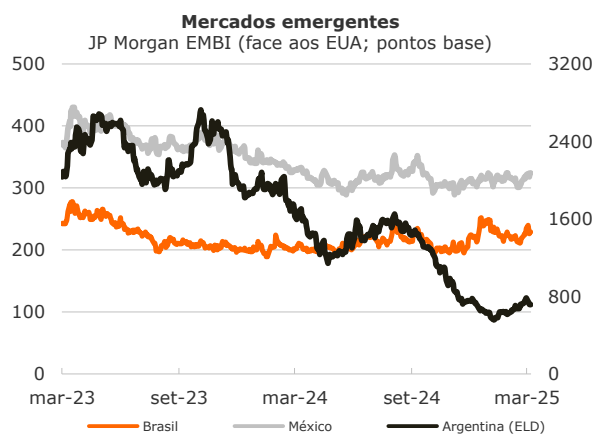
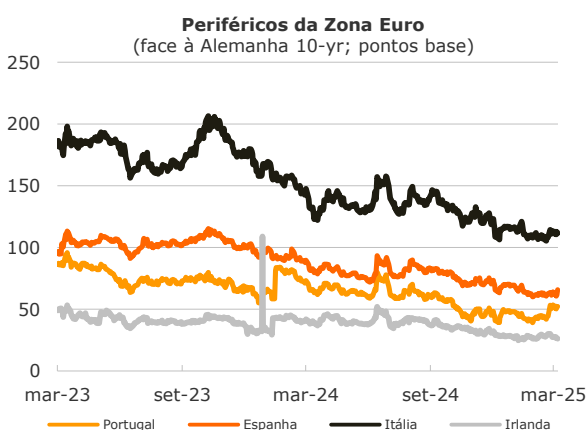
Dívida Pública

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	2.23%	18.4	3.94%	-35.0	4.21%	3.8	2.23%	20.1
5 anos	2.49%	33.9	4.03%	-32.3	4.29%	11.4	2.70%	43.9
10 anos	2.82%	44.5	4.26%	-23.6	4.64%	16.0	3.34%	52.5
30 anos	3.09%	46.8	4.57%	-12.1	5.20%	14.5	3.97%	49.6

Spreads



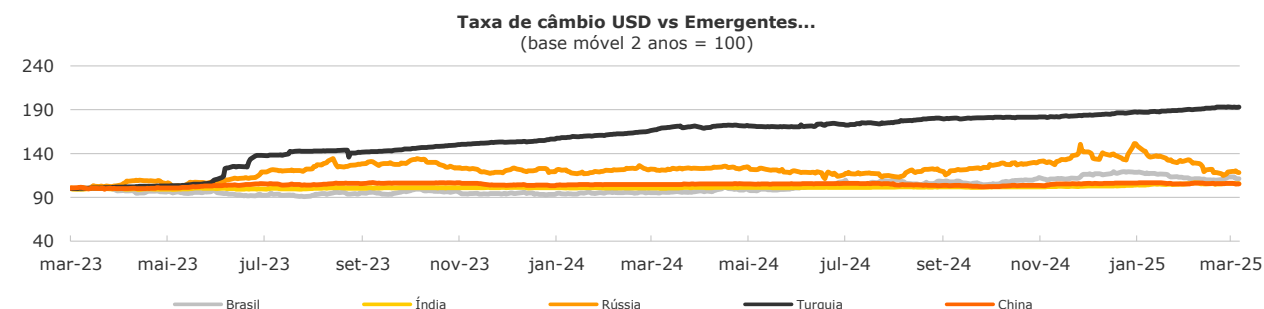
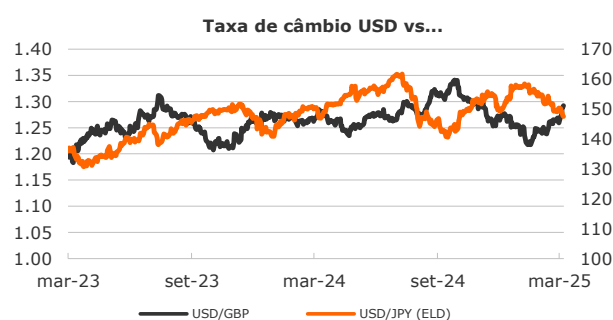
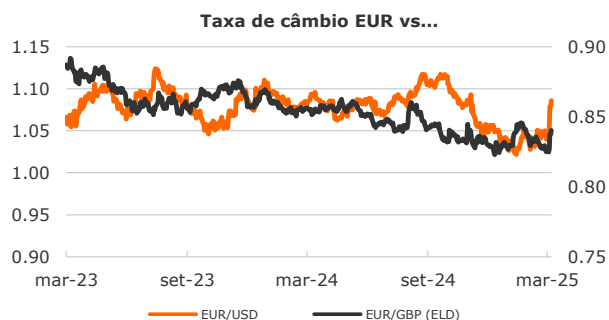
## Mercado Cambial

### Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...	USD	E.U.A.	1.086	4.43%	5.19%	4.92%	-0.72%	1.12	1.01
	GBP	R.U.	0.840	1.87%	0.91%	1.56%	-1.69%	0.86	0.82
	CHF	Suiça	0.955	1.85%	1.64%	1.65%	-0.62%	0.99	0.92
USD vs...	GBP	R.U.	1.29	2.62%	4.17%	3.20%	1.00%	1.34	1.21
	JPY	Japão	147.54	-1.88%	-2.72%	-6.25%	-0.38%	161.95	139.58
Emergentes	CNY	China	7.24	-0.56%	-0.82%	-0.88%	0.59%	7.33	7.00
	BRL	Brasil	5.78	-1.82%	0.03%	-6.35%	17.02%	6.53	4.93

### Taxas de câmbio efectivas nominais

	Variação (%)				Últimos 12 meses		
	spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR	99.5	1.96%	2.07%	1.63%	-0.57%	100.97	97.18
USD	128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



### Taxas de câmbio forward

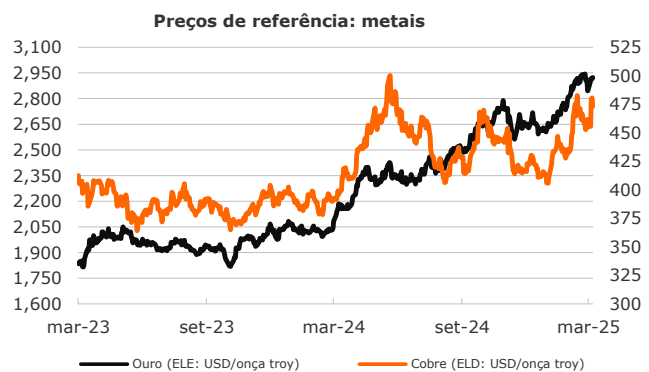
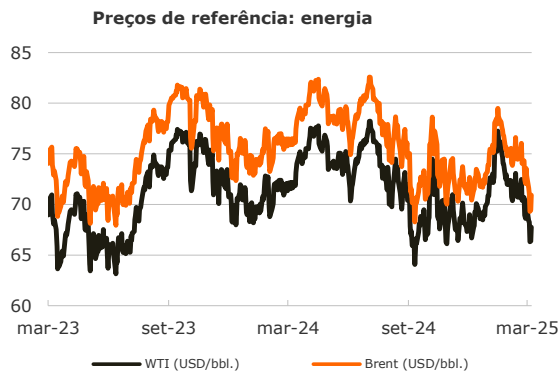
	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.086	0.840	7.459	11.738	0.955	147.540	0.880	1.292
Tx. forward 1M	1.088	0.842	7.457	11.756	0.953	147.016	0.876	1.292
Tx. forward 3M	1.091	0.845	7.454	11.791	0.950	146.023	0.870	1.292
Tx. forward 12M	1.106	0.857	7.436	11.959	0.935	142.291	0.846	1.290
Tx. forward 5Y	1.163	0.910	-	12.541	0.864	126.404	0.743	-

Fonte: Bloomberg



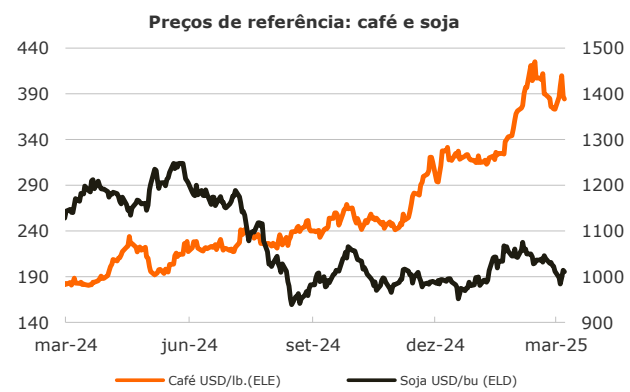
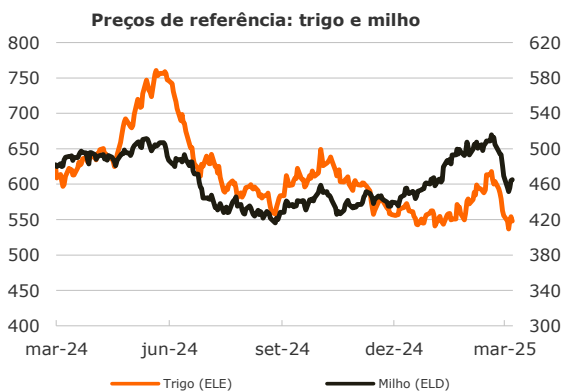
Commodities

Energia & metais



	7-mar	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
<b>Energia</b>							
WTI (USD/bbl.)	67.8	-2.9%	-4.2%	2.7%	67.4	63.8	62.0
Brent (USD/bbl.)	70.9	-2.6%	-4.5%	1.1%	70.0	67.5	65.8
Gás natural (EUR/MWh)	39.50	-12.8%	-28.8%	6.9%	4.2	4.3	3.7
<b>Metais</b>							
Ouro (USD/ onça troy)	2,922.7	2.7%	2.2%	35.4%	2,928.0	3,052.7	3,161.1
Prata (USD/ onça troy)	32.5	4.9%	1.6%	33.4%	33.0	34.2	35.9
Cobre (USD/MT)	472.9	4.0%	2.1%	14.0%	473.3	497.3	503.6

Agricultura

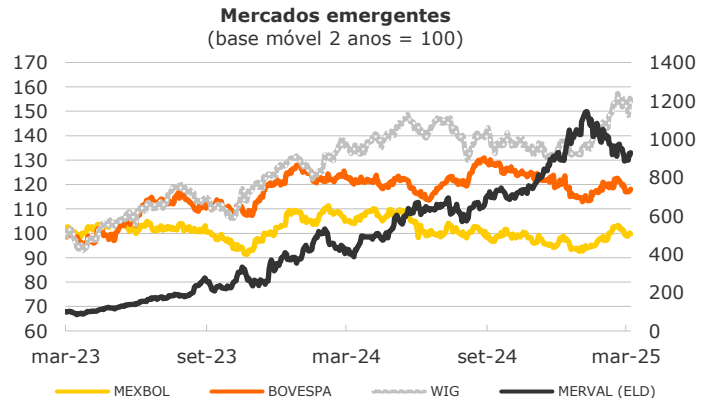
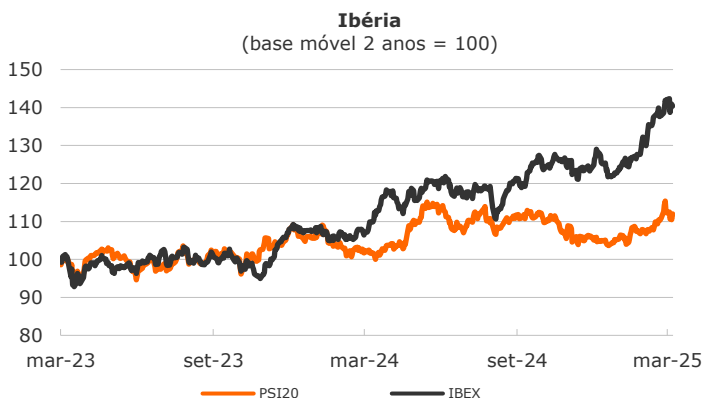
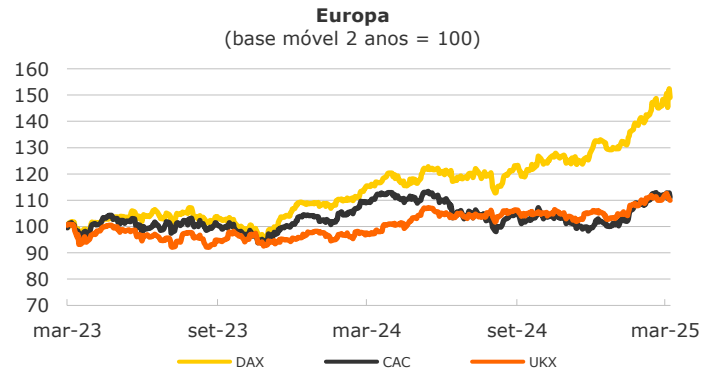
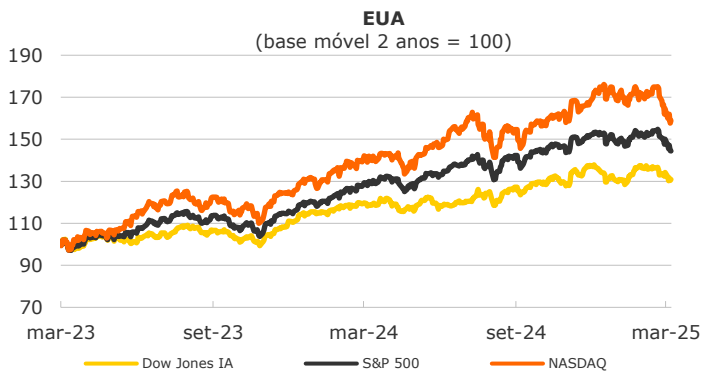


	7-mar	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	465.3	-1.0%	-7.1%	6.8%	465.3	461.0	471.5
Trigo (USD/bu.)	547.3	-1.4%	-8.0%	-8.4%	547.3	616.5	644.0
Soja (USD/bu.)	1,011.0	0.0%	-3.7%	2.2%	1,022.3	1,033.8	1,022.5
Café (USD/lb.)	383.8	3.0%	-3.2%	65.0%	383.8	342.7	265.2
Açúcar (USD/lb.)	18.3	-1.3%	2.3%	-1.5%	18.4	18.0	17.1
Algodão (USD/lb.)	65.1	-0.2%	-2.5%	-8.3%	69.8	68.9	69.2

Mercado de Ações

Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
<b>Europa</b>									
Alemanha	DAX	22,913	6-mar	23,476	5-ago	17,025	1.6%	28.4%	15.1%
França	CAC 40	8,073	10-mai	8,259	5-ago	7,030	-0.5%	0.7%	9.4%
Portugal	PSI 20	6,782	15-mai	6,994	14-mar	6,050	-0.3%	9.5%	6.3%
Espanha	IBEX 35	13,187	3-mar	13,446	7-mar	10,165	-1.2%	27.8%	13.7%
R. Unido	FTSE 100	8,663	3-mar	8,909	11-mar	7,613	-1.7%	12.6%	6.0%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,441	3-mar	5,568	5-ago	4,474	-0.4%	9.4%	11.1%
<b>EUA</b>									
	S&P 500	5,731	19-fev	6,147	19-abr	4,954	-3.8%	11.1%	-2.6%
	Nasdaq Comp.	18,210	16-dez	20,205	19-abr	15,223	-3.4%	11.9%	-5.7%
	Dow Jones	42,722	4-dez	45,074	17-abr	37,612	-2.6%	10.1%	0.4%
<b>Ásia</b>									
Japão	Nikkei 225	36,887	11-jul	42,427	5-ago	31,156	-0.7%	-7.1%	-7.5%
Singapura	Straits Times	2,563	11-jul	2,896	9-dez	2,360	-2.2%	-4.4%	6.8%
Hong-Kong	Hang Seng	24,231	7-mar	24,670	19-abr	16,044	5.6%	48.2%	20.8%
<b>Emergentes</b>									
México	Mexbol	52,672	9-abr	58,299	30-dez	48,770	0.7%	-4.3%	6.4%
Argentina	Merval	2,299,259	7-jan	2,867,775	11-mar	955,099	1.1%	131.1%	-9.3%
Brasil	Bovespa	123,885	28-ago	137,469	14-jan	118,223	-0.7%	-3.5%	3.0%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	10,463	18-jul	11,252	5-nov	8,567	8.3%	15.6%	6.4%





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

---