

Economia portuguesa

Faturação nos serviços cresce à boleia das atividades imobiliárias, mas na indústria o aumento da faturação decorre do aumento do negócio em bens de investimento. Nos serviços, o índice de faturação deflacionado e corrigido de sazonalidade cresceu 0,6% homólogo em julho, beneficiando do avanço de 15,9% homólogo nas atividades imobiliárias. Excluindo este setor, o volume de negócios teria contraído 0,2% homólogo. Na indústria, em julho, a faturação aumentou 2,2% e excluindo energia avançou 4,4%. Os bens de investimento, que representam 16,7% da faturação total, cresceram 13,9%, depois de nos dois meses anteriores terem aumentado 9,8%. No setor da construção, a produção cresceu 2,7% homólogo em julho, o mesmo do que em junho, com um contributo de 2,2 p.p. da construção de edifícios (2,0 p.p. em junho).

O défice comercial continua a evidenciar a perda de dinamismo das exportações. Nos sete primeiros meses de 2025, o défice aumentou 24,6% para 18.224 milhões de euros, com as exportações a avançarem uns meros 0,7% e as importações 6,3%. O mau desempenho das exportações é, em grande parte, explicado pelas quedas das vendas de combustíveis e lubrificantes, que encolheram 21,6% homólogo, retirando 1,5 p.p. ao crescimento das exportações totais. Por seu turno, o avanço das importações está a ser influenciado pelo aumento das compras de bens industriais e de capital que, conjuntamente, cresceram 7,9% homólogo, contribuindo com 3,6 p.p. para o avanço das importações globais. Assim sendo, a expectativa é de que o incremento deste tipo de importações se venha a refletir em maior produção interna, investimento e, posteriormente, em incremento das exportações, contribuindo para limitar ou até inverter a tendência de deterioração do défice comercial.

Portugal: Comércio Internacional de Bens

Jan-Jul 2025	Exportações		Importações	
	Milhões de Euros	Variação Homóloga	Milhões de Euros	Variação Homóloga
Bens industriais	16.015	1,8%	20.386	11,6%
Bens de consumo	8.134	2,0%	9.707	10,5%
Material de transporte	8.434	3,3%	10.628	9,2%
Bens de capital	7.135	5,7%	10.763	1,4%
Combustíveis	2.656	-21,6%	5.823	-11,7%
Alimentação e bebidas	5.660	-0,5%	8.958	7,3%
Total	48.054	0,7%	66.278	6,3%

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

Economia internacional

O BCE apresenta um cenário económico um pouco mais positivo. A autoridade monetária salienta a resiliência da atividade num contexto em que a inflação está praticamente dentro da meta. Após um primeiro semestre de grande volatilidade provocada pela incerteza associada às tarifas, o BCE indica que a segunda metade do ano será um pouco mais estável, graças ao novo acordo comercial entre a UE e os EUA, que reduziu a incerteza, apesar de estabelecer tarifas mais elevadas para as exportações europeias do que as vigentes até então. As novas previsões indicam um melhor desempenho do PIB a curto prazo: a previsão para 2025 é aumentada em +0,3 p.p., devido à inclusão de dados, mas também devido a um 3T ligeiramente melhor do que o antecipado (0,0% em cadeia, face a -0,1% projetado anteriormente). Relativamente a 2026, reduziram as previsões de crescimento para 1,0% (-0,1 p.p.), devido à continuação da força do euro num contexto de procura externa mais fraca do que o esperado, em parte devido a tarifas globais mais elevadas do que as assumidas no cenário de junho. No que diz respeito à inflação, há poucas alterações em relação ao cenário de junho: a previsão para 2025 e 2026 sobe 0,1 p.p., para 2,0% e 1,7%, respetivamente, e a previsão para 2027 é ajustada em baixa em 0,1 p.p., para 1,9%.

Projeções Macroeconómicas do Banco Central Europeu

	setembro 2025				Variação em relação a junho 2025			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
PIB								
Var. anual (%)	0,8	1,2	1,0	1,3	0,0	0,3	-0,1	0,0
Inflação global								
Var. anual (%)	2,4	2,1	1,7	1,9	0,0	0,1	0,1	-0,1
Inflação subjacente								
Var. anual (%)	2,8	2,4	1,9	1,8	0,0	0,0	0,0	-0,1
Desemprego								
(% população ativa)	6,4	6,4	6,3	6,1	0,0	0,1	0,0	0,1

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

Macron nomeia um novo primeiro-ministro, após Bayrou perder a moção de censura. O primeiro-ministro Sébastien Lecornu, que até agora ocupava o cargo de ministro da Defesa, foi nomeado por Macron como novo primeiro-ministro, o terceiro no último ano. O principal desafio de Lecornu será fazer aprovar o orçamento para 2026, com um Parlamento altamente fragmentado e num contexto de protestos sociais contra qualquer tipo de medidas de austeridade fiscal. Tudo indica que será proposta uma redução do défice menos ambiciosa do que a proposta por Bayrou. A instabilidade política continua elevada em França e não se podem descartar outros cenários: Macron poderá tentar resistir com governos minoritários que estabeleçam alianças ad hoc sobre questões específicas, ou convocar eleições antecipadas se a situação se agravar (o que parece pouco provável neste momento), o que provavelmente reconfiguraria um parlamento altamente fragmentado.

Os dados sobre o emprego e os preços publicados esta semana reforçaram as expetativas de um corte nas taxas de juro pela Fed na reunião de setembro. No mês de agosto, foram criados apenas 22.000 empregos, muito abaixo dos 75.000 esperados, com 38.000 novos postos no setor privado e uma perda de 16.000 no setor público. O abrandamento é evidente em comparação com os 79.000 do mês anterior e a média de 54.000 no 1T. A educação, o lazer e a hotelaria e restauração lideraram as contratações, enquanto a indústria transformadora, a indústria extrativa e a construção registaram perdas. O emprego público acumulou uma queda de 94.000 postos de trabalho no ano e até ao momento. A taxa de participação aumentou ligeiramente para 62,3% e a taxa de desemprego subiu para 4,3%. Além disso, o BLS reviu em baixa em 911.000 funcionários criados entre abril de 2024 e março de 2025 (uma revisão muito mais elevada do que o habitual), o que sugere que o arrefecimento do emprego pode ter começado mais cedo do que o estimado anteriormente. Relativamente aos preços, o IPC de agosto acelerou 2 décimas para 2,9% em termos homólogos (0,4% mensal) e a subjacente 1 décima para 3,1% homólogo (0,3% mensal), com pressões moderadas nos produtos afetados por tarifas. Em agosto, os preços de produção apresentaram uma queda surpreendente, com uma redução de 0,1% mensal. No conjunto, os dados reforçaram as expetativas do mercado de que haverá um corte nas taxas esta semana, embora persistam riscos inflacionistas decorrentes das tensões comerciais.

Na China, as exportações estão a aguentar-se, mas a perder dinamismo. A taxa de crescimento homóloga das exportações chinesas abrandou em agosto (+4,4% em termos homólogos vs. 7,2% em julho). Já as exportações para os EUA continuaram a deteriorar-se, com uma contração que se aprofundou (-33,1% em termos homólogos em agosto vs. -21,7% em julho), à medida que o impulso temporário do acordo comercial entre os EUA e a China e a antecipação das exportações se desvanecem, e aumentam as pressões sobre países terceiros para limitar o redirecionamento das exportações do gigante asiático. Por outro lado, as exportações de terras raras aceleraram em agosto, um sinal da vontade das autoridades chinesas de estabilizar a relação comercial com os EUA. As importações aumentaram 1,3% em agosto em relação ao mesmo período do ano anterior (vs. 4,1% em julho). A inflação global regressou a território negativo (-0,4% homólogo em agosto vs. 0,0% em julho), principalmente devido à queda dos preços dos produtos

alimentares, enquanto a inflação subjacente permanece muito moderada (0,9% homólogo em agosto vs. 0,8% em julho), refletindo uma procura interna ténue num contexto de baixa confiança das famílias.

Mercados financeiros

O BCE não altera as taxas e deixa o futuro a cargo dos dados. Conforme previsto, o BCE manteve as taxas de juro inalteradas (*depo* em 2,00%). Esta decisão foi unânime e foi defendida com base em valores de inflação que já se situam em torno do objetivo de 2% e em perspetivas inalteradas. O BCE continuou a não dar qualquer orientação para a evolução das taxas de juro nos próximos meses, reiterando que a política monetária será reavaliada «reunião a reunião» e «com base nos dados». Para Lagarde, «estamos numa boa posição», embora tenha salientado que isso não significa um compromisso com uma trajetória de taxas estáveis: a política monetária deverá ser calibrada para que, no futuro, «continuemos numa boa posição», partindo do princípio de que os riscos antigos persistirão e surgirão novas fontes de incerteza. A este propósito, o BCE parece ter feito uma leitura cautelosamente otimista do acordo comercial entre os EUA e a UE, salientando a redução da incerteza comercial e o risco de tarifas de retaliação da UE, mas reiterando que as tensões comerciais podem aumentar no futuro. Em contrapartida, diante das múltiplas perguntas sobre França e o seu prémio de risco, Lagarde manteve-se fiel a um discurso relativamente frio. Por um lado, afirmou que o BCE considera que os mercados de títulos soberanos da Zona Euro estão a funcionar de forma organizada e com boa liquidez. Contudo, por outro lado, destacou que, nos últimos dois anos, os prémios de risco diminuíram e a amplitude observada atualmente é «limitada». No entanto, no que diz respeito à possibilidade de utilizar o TIP para comprar ativos e apaziguar potenciais tensões financeiras, Lagarde recordou que o programa está sujeito a critérios e avaliações, mas que estes não são um «colete de forças» e que o BCE «mantém alguma discricção na ativação do TIP». Na sequência da reunião, os mercados financeiros continuam a apostar firmemente que não haverá mais cortes nas taxas do BCE em 2025 (atribuem uma probabilidade inferior a 20%), mas mantêm a porta aberta a um corte de 25 p. b. ao longo de 2026 (ver [Nota Breve](#)).

As decisões dos bancos centrais e a geopolítica dominam o sentimento do mercado. Numa semana marcada pelas expectativas quanto às decisões de política monetária e pelo aumento das tensões geopolíticas, na sequência da entrada de vários drones russos na Polónia e da invocação por esta última do artigo 4º da NATO, os mercados financeiros estiveram mistos. Nos Estados Unidos, os dados relativos ao emprego, aos preços no produtor e ao IPC de agosto (ligeira aceleração da taxa global e da taxa subjacente e pressões ascendentes sobre os produtos expostos a tarifas, mas ainda limitadas) reforçaram as expectativas de uma redução das taxas por parte da Reserva Federal na reunião desta semana (o mercado atribui uma probabilidade de 100% de um corte em setembro). Os mercados acionistas dos EUA atingiram novos máximos, enquanto as *yields* dos *treasuries* caíram em toda a curva durante a semana. Quanto à Zona Euro, o BCE manteve as taxas de juro (*depo* em 2,0%), tal como previsto pelo mercado, e reiterou a sua abordagem dependente dos dados, sem fornecer orientações futuras. O mercado interpretou a mensagem como sendo um pouco mais restritiva do que o esperado, o que levou a uma apreciação do euro (que fechou ligeiramente acima de 1,17) e a uma ligeira subida das *yields* das obrigações alemãs, enquanto os prémios de risco periféricos se tornaram mais rigorosos. Aumentos generalizados dos principais índices bolsistas da Zona Euro (com exceção do DAX alemão, que caiu ligeiramente), com o IBEX a subir e as rentabilidades soberanas a caírem durante a semana, num contexto de incerteza política em França, na sequência da demissão de Bayrou e da subsequente nomeação de Sébastien Lecornu como novo primeiro-ministro. No caso das matérias-primas, o preço do Brent caiu na segunda-feira passada, após o anúncio do aumento da produção em outubro pela OPEP+, começou a recuperar, mas continua em níveis inferiores aos da semana anterior.

		11-9-25	5-9-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,01	2,05	-4	-70	-147
	EUA (Libor)	4,06	4,12	-6	-25	-89
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,17	2,18	-1	-29	-76
	EUA (Libor)	3,62	3,71	-9	-56	-35
Taxas 2 anos	Alemanha	1,99	1,93	+6	-9	-24
	EUA	3,54	3,51	+3	-70	-10
Taxas 10 anos	Alemanha	2,66	2,66	0	29	51
	EUA	4,02	4,07	-5	-55	35
	Espanha	3,23	3,25	-2	17	27
Prémio de risco (10 anos)	Portugal	3,07	3,09	-2	22	31
	Espanha	57	59	-2	-12	-24
	Portugal	41	43	-2	-7	-20
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.587	6.482	1,6%	12,0%	17,7%
Euro Stoxx 50		5.387	5.318	1,3%	10,0%	11,9%
IBEX 35		15.321	14.851	3,2%	32,8%	34,4%
PSI 20		7.755	7.704	0,7%	21,6%	14,2%
MSCI emergentes		1.310	1.276	2,7%	21,8%	21,8%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,173	1,172	0,1%	13,3%	6,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,864	0,867	-0,3%	4,5%	2,5%
USD/CNY	yuan por dólar	7,119	7,133	-0,2%	-2,5%	0,0%
USD/MXN	pesos por dólar	18,465	18,716	-1,3%	-11,3%	-5,5%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		103,1	102,4	0,7%	4,4%	7,8%
Brent a um mês	\$/barril	66,4	65,5	1,3%	-11,1%	-7,8%
Gas n. a um mês	€/MWh	32,3	32,0	1,1%	-33,9%	-8,1%

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

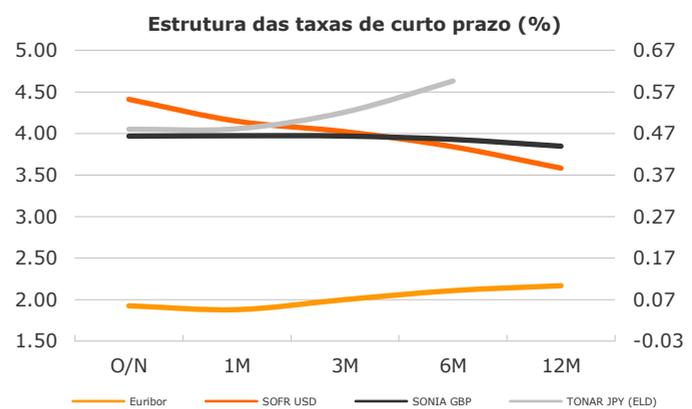
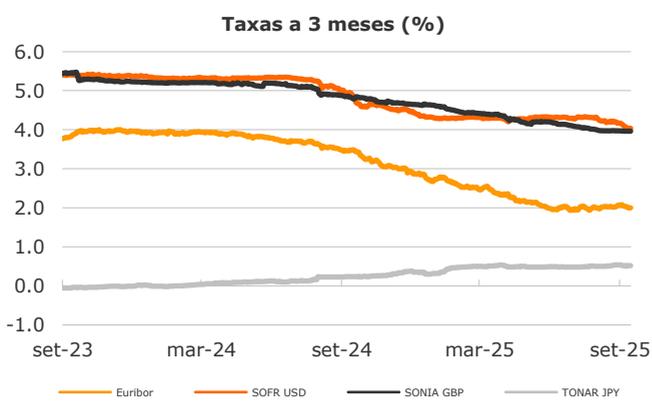
Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026
BCE	2.15%	5 Jun 25 (-25 bp)	30-out	-	-	-	-	-
Fed*	4.50%	18 dez 24 (-25 bp)	17-set	0 p.b.	-	-	-	-
BoJ**	0.50%	24 jan 25 (+25 bp)	19-set	-	-	-	-	-
BoE	4.25%	08 mai 25 (-25 bp)	18-set	-	-	-	-	-
SNB***	0.00%	19 jun 25 (-25 bp)	25-set	-	-	-	-	-

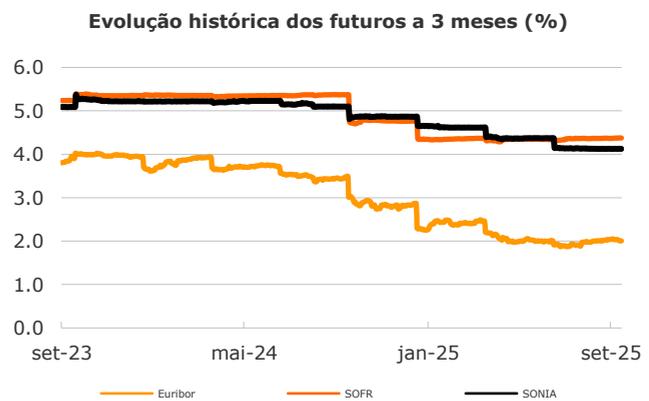
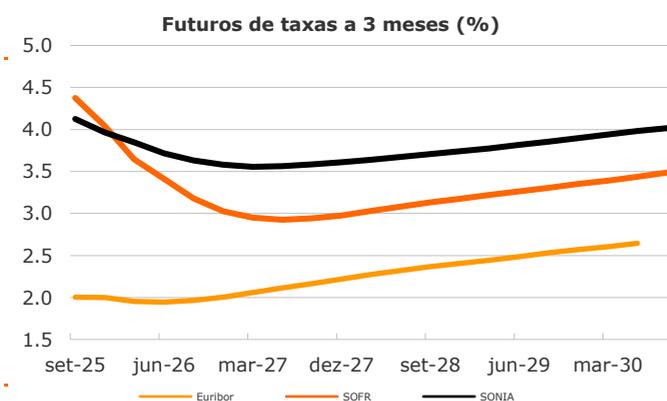
Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

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

Taxas de curto-prazo

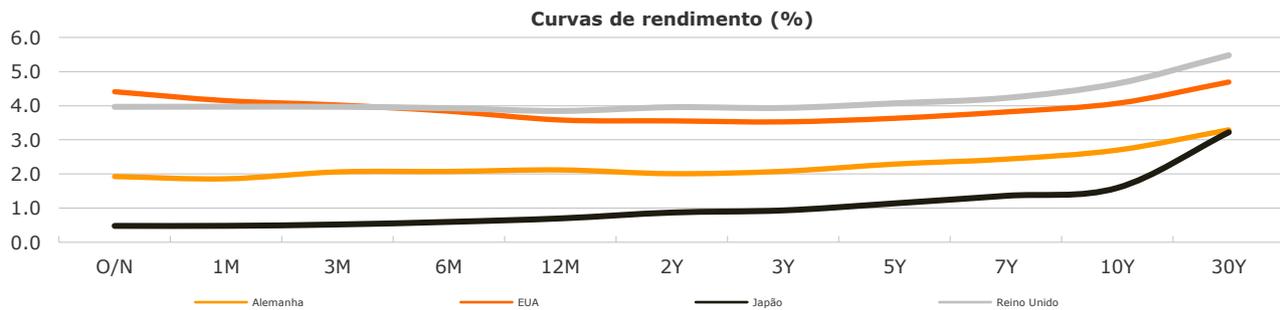
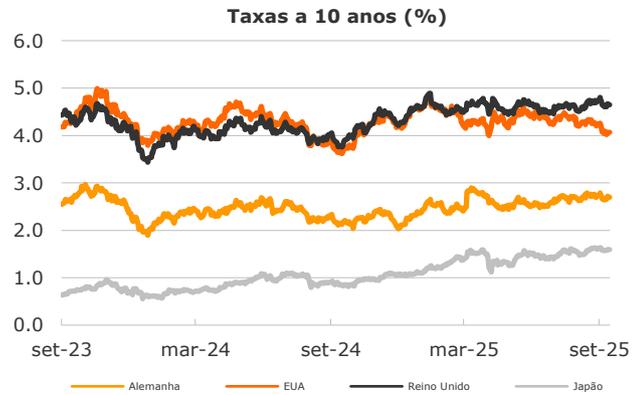
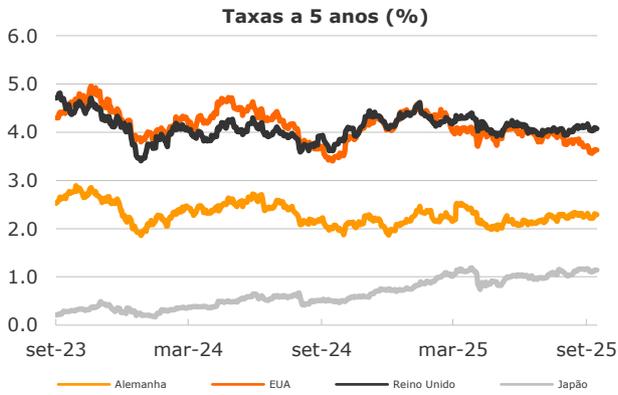


Futuros



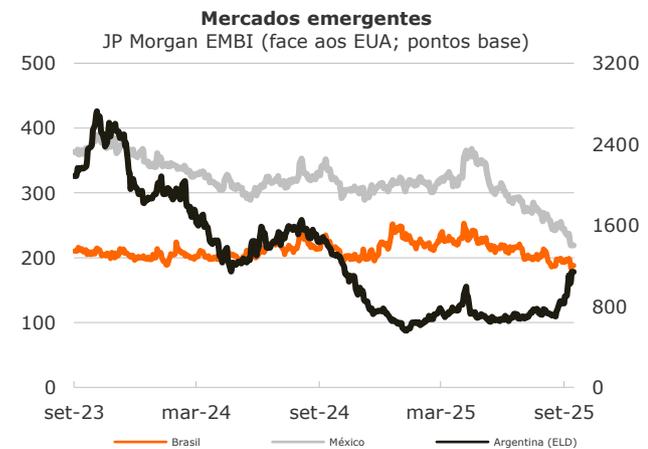
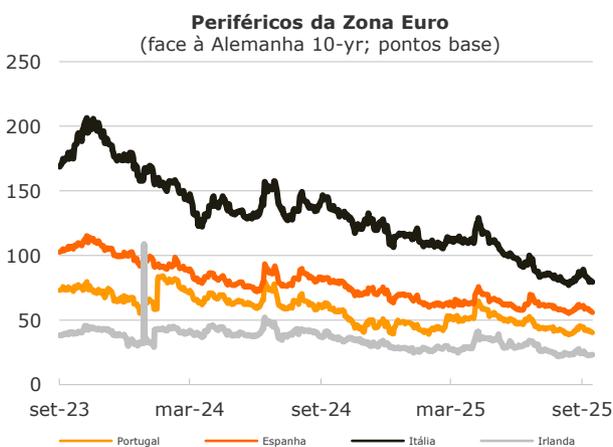
Dívida Pública

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	2.01%	3.6	3.56%	-19.3	3.96%	2.5	2.03%	2.4
5 anos	2.29%	-5.0	3.63%	-20.5	4.07%	-1.9	2.43%	-6.1
10 anos	2.70%	-8.8	4.07%	-24.6	4.65%	-4.6	3.10%	-7.8
30 anos	3.29%	-5.7	4.69%	-22.5	5.48%	-8.7	3.97%	-7.7

Spreads



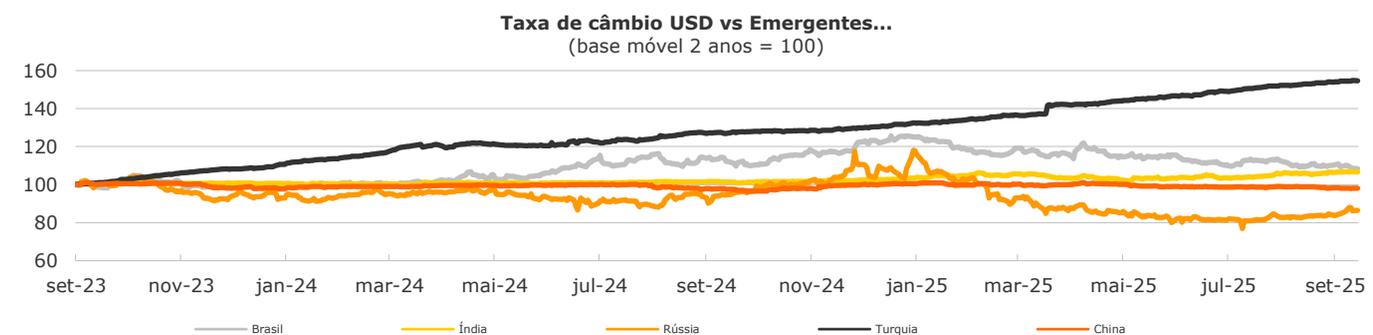
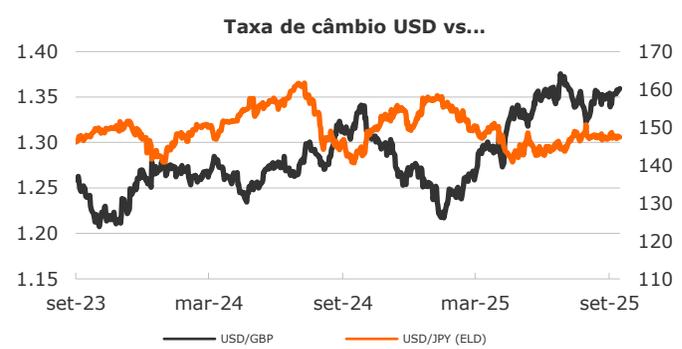
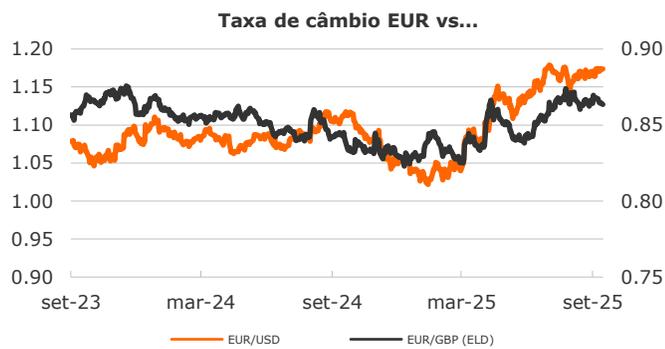
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.174	-0.03%	0.28%	13.41%	5.46%	1.18	1.01
	GBP	R.U.	0.864	-0.55%	0.00%	4.37%	2.53%	0.88	0.82
	CHF	Suíça	0.934	0.20%	-0.97%	-0.55%	-0.61%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.36	0.39%	0.25%	8.56%	2.91%	1.38	1.21
	JPY	Japão	147.42	-0.18%	0.15%	-6.32%	4.82%	158.87	139.58
Emergentes									
	CNY	China	7.12	-0.10%	-0.87%	-2.42%	0.41%	7.35	7.00
	BRL	Brasil	5.35	-1.54%	-0.93%	-13.30%	-3.03%	6.53	5.28

Taxas de câmbio efectivas nominais

	Variação (%)				Últimos 12 meses		
	spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR	104.1	-0.10%	0.27%	6.28%	4.09%	104.40	97.18
USD	128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



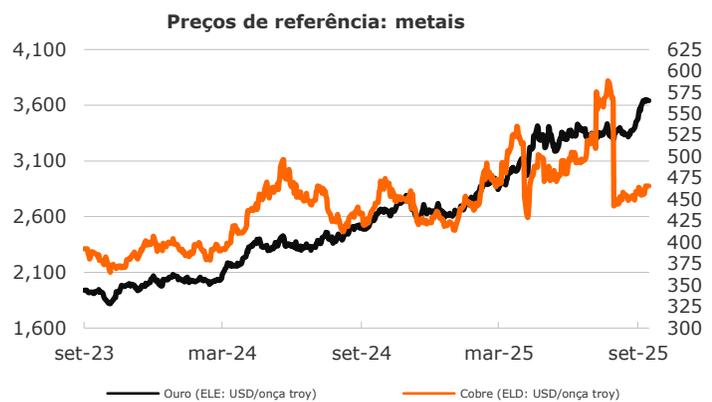
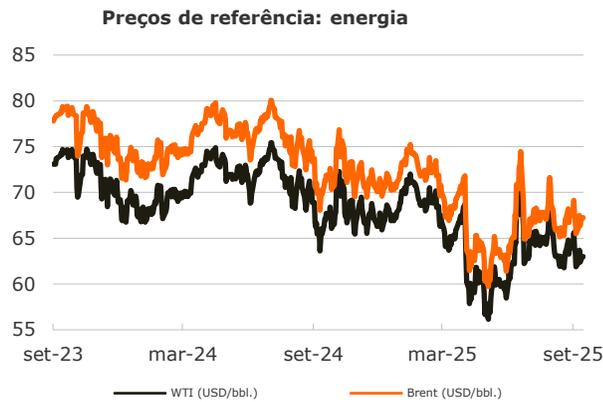
Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.174	0.864	7.465	11.548	0.934	147.420	0.796	1.359
Tx. forward 1M	1.176	0.865	7.463	11.568	0.933	146.945	0.793	1.359
Tx. forward 3M	1.180	0.868	7.458	11.609	0.929	146.052	0.788	1.359
Tx. forward 12M	1.194	0.881	7.439	11.776	0.915	142.822	0.766	1.356
Tx. forward 5Y	1.243	0.937	-	12.423	0.841	129.765	0.676	1.327

Fonte: Bloomberg

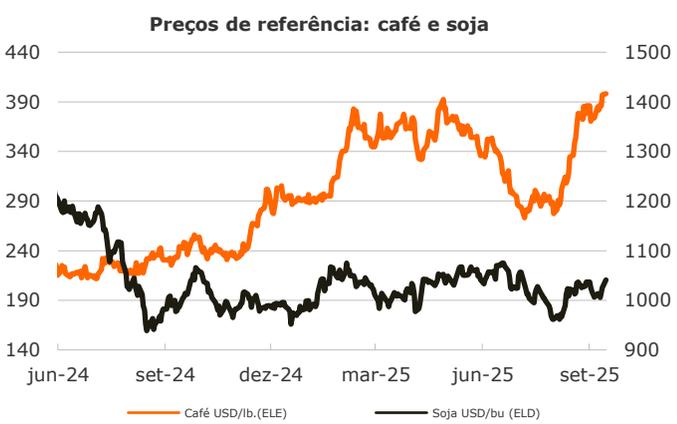
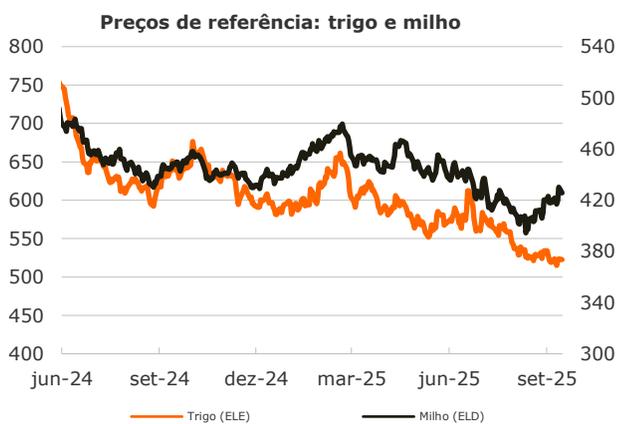
Commodities

Energia & metais



	15-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	63.0	1.2%	1.6%	-2.8%	62.7	62.0	62.0
Brent (USD/bbl.)	67.3	1.9%	3.0%	-1.1%	66.5	65.6	66.0
Gás natural (EUR/MWh)	30.60	-6.1%	0.7%	-25.4%	3.2	3.9	3.7
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,642.1	0.0%	9.1%	41.0%	3,649.2	3,772.9	3,894.7
Prata (USD/ onça troy)	42.2	2.1%	11.2%	37.0%	42.3	44.3	45.4
Cobre (USD/MT)	465.6	2.1%	2.2%	-7.6%	463.1	479.4	491.3

Agricultura

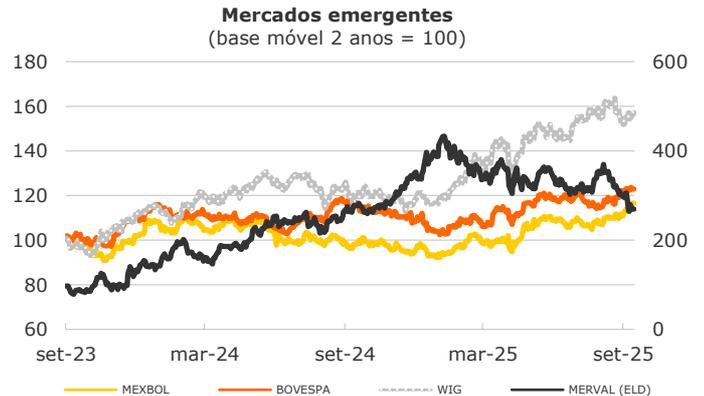
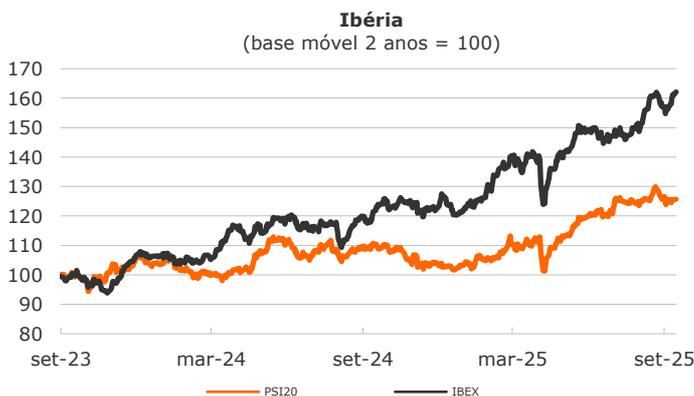
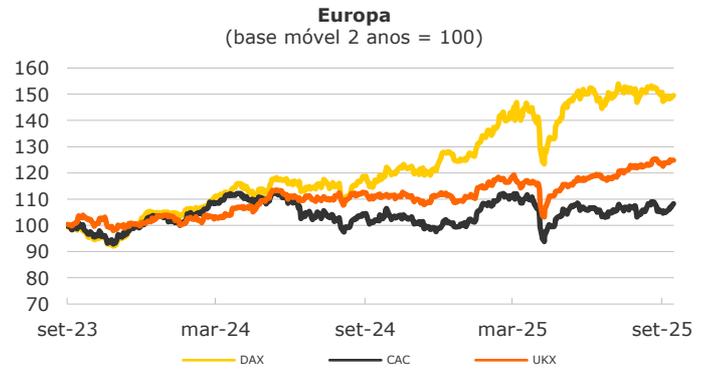
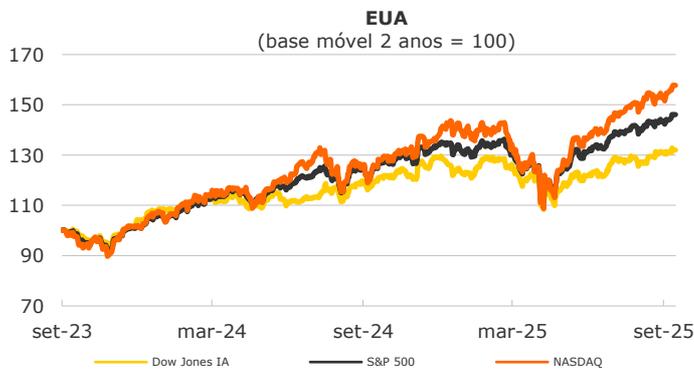


	15-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	425.5	0.9%	5.1%	-5.6%	399.0	456.5	480.0
Trigo (USD/bu.)	522.0	-0.2%	-0.9%	-14.8%	503.0	573.3	608.0
Soja (USD/bu.)	1,041.8	2.8%	2.0%	4.3%	1,041.8	1,079.0	1,100.8
Café (USD/lb.)	397.1	3.5%	19.2%	12.5%	410.65	342.1	296.7
Açúcar (USD/lb.)	16.6	2.3%	-2.9%	-14.0%	16.1	16.1	16.3
Algodão (USD/lb.)	66.7	0.7%	-1.2%	-4.7%	69.8	71.0	70.1

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	23,854	10-jul	24,639	7-abr	18,490	0.2%	27.6%	19.8%
França	CAC 40	7,922	3-mar	8,258	7-abr	6,764	2.4%	6.1%	7.3%
Portugal	PSI 20	7,760	22-ago	8,030	7-abr	6,194	0.1%	13.5%	21.7%
Espanha	IBEX 35	15,408	22-ago	15,444	13-nov	11,295	2.7%	33.5%	32.9%
R. Unido	FTSE 100	9,283	22-ago	9,358	7-abr	7,545	0.7%	12.2%	13.6%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,442	3-mar	5,568	7-abr	4,540	1.5%	12.3%	11.1%
EUA									
	S&P 500	6,584	12-set	6,600	7-abr	4,835	1.6%	17.0%	11.9%
	Nasdaq Comp.	22,141	12-set	22,182	7-abr	14,784	2.0%	25.2%	14.7%
	Dow Jones	45,834	11-set	46,137	7-abr	36,612	1.0%	10.7%	7.7%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	44,768	12-set	44,888	7-abr	30,793	4.1%	22.4%	12.2%
Singapura	Straits Times	3,407	15-set	3,396	9-abr	2,285	5.8%	32.3%	42.0%
Hong-Kong	Hang Seng	26,447	12-set	26,586	16-set	17,177	3.2%	52.3%	31.8%
Emergentes									
México	Mexbol	61,799	12-set	61,942	30-dez	48,770	2.2%	18.8%	24.8%
Argentina	Merval	1,759,874	7-jan	2,867,775	30-set	1,677,592	-11.9%	-3.2%	-30.5%
Brasil	Bovespa	142,272	11-set	144,013	14-jan	118,223	-0.3%	5.5%	18.3%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	10,770	26-ago	11,605	5-nov	8,567	3.1%	11.2%	9.6%



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
