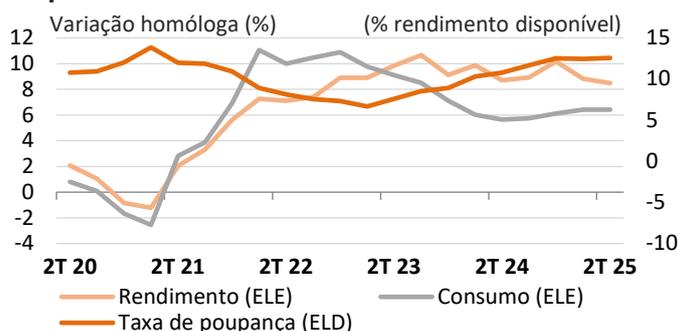


Economia portuguesa

Capacidade de financiamento da economia representa 2,1% do PIB no final do 2T 2025. Este dado reflete uma redução do saldo da economia em 0,2 p.p., justificado pela diminuição dos saldos de todos os setores, com exceção das sociedades não financeiras, cujo saldo passou para -4,4% do PIB (-4,7% no 1T), sobretudo devido ao crescimento do VAB que resultou numa variação positiva do excedente bruto de exploração. Os restantes setores registam excedentes, ou seja, capacidade de financiamento, que no Estado foi de 0,5% do PIB, menos 2 décimas face ao trimestre anterior e nas famílias foi de 4,4% do PIB, menos 1 décima face ao 1T 2025. As famílias mantêm a taxa de poupança em níveis historicamente elevados: 12,6% do rendimento disponível, mais 2 décimas do que no 1T. Para esta evolução contribuiu o crescimento mais forte do rendimento disponível do que o registado no consumo e no investimento (que essencialmente é em habitação). As variações nominais destas 3 componentes face ao 1T foram, pela mesma ordem, +3,1 mil milhões de euros, +2,4 mil milhões de euros e +0,5 mil milhões de euros. A segunda notificação ao Procedimento de Défices Excessivos, reportado pelo INE ao Eurostat no final do mês de setembro, indica que as AP apresentaram um saldo de 0,5% do PIB em 2024 (1,3% em 2023), e a dívida bruta passou de 96,9% do PIB em 2023 para 93,6% em 2024.

Portugal: Poupança, consumo e rendimento disponível das famílias



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

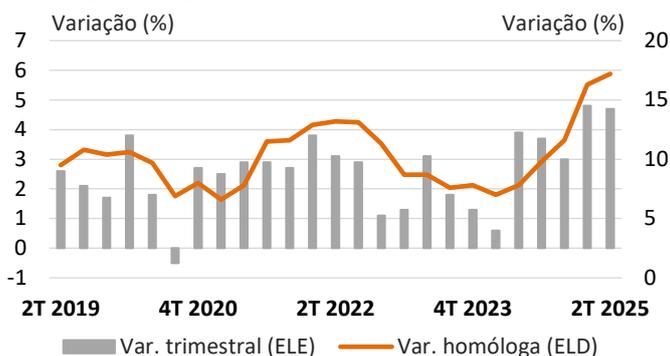
Para além dos dados já referidos, as Contas Nacionais por setor institucional trouxeram revisões à série histórica do PIB. Assim, o crescimento do PIB real em 2023 foi revisto em mais 5 décimas, colocando-se em 3,1% e o de 2024 em mais 2 décimas, sendo revisto para 2,1%. Também o comportamento nos 2 primeiros trimestres de 2025 foram revistos em alta o que coloca enviesamento favorável à atual previsão do BPI research, atualmente em 1,6%. De facto, a contração em cadeia do PIB, em volume, no 1T foi de 0,3%, menos 1 décima do que divulgado anteriormente; e o crescimento, também trimestral, no 2T foi de 0,7%, acima da anterior estimativa, de 0,6%.

O endividamento do setor não financeiro aumentou 1,2 mil milhões de euros em julho, para cerca de 848,2 mil milhões (+4,5% em termos homólogos), motivado principalmente pelo crescimento do endividamento dos particulares (167,3 mil milhões de euros, +7,3% face a julho do ano anterior), enquanto o setor público e as empresas privadas não financeiras registaram um aumento homólogo de 6,0% e 1,3% (para 379,1 e 301,8 mil milhões, respetivamente). Entretanto, os dados da carteira de crédito ao sector privado não financeiro reforçam o dinamismo dos meses anteriores. Assim, o crescimento de 5,6% homólogo em agosto é em mais de 60% explicado pela carteira de crédito à habitação (+7,5% homólogo), seguindo-se a carteira das SNF e de consumo & outros fins (com crescimentos de 2,6% e 6,4% homólogo, respetivamente). Por fim, o rácio de NPLs total manteve-se inalterado nos 2,3% no 2T, com descidas de 0,1 p.p. no caso da habitação e consumo & outros fins (para 1,1% e 6,1%, respetivamente), e manutenção do rácio no caso das SNF (em 4,0%).

O Índice de Preços da Habitação (IPH) valorizou 17,2% homólogo no 2T 2025. Em cadeia, o índice de preços da habitação cresceu 4,7%, menos 0,1 p.p. do que no trimestre anterior (ver [Nota breve](#)). Também no 2T 2025 foram transacionadas 42.889 habitações, mais 15,5% que no mesmo período do ano anterior. O preço médio das casas

transacionadas no 2T 2025 cresceu para 239,5 mil euros (+12,9% em termos homólogos). A valorização média do preço das casas nos últimos 12 meses cifrou-se assim em 13,8%. Em 2025 esperamos que o mercado imobiliário se mantenha em zona de expansão (aumento dos preços e do número de transações) principalmente porque os diferentes fatores que promoveram a procura em 2024 continuarão presentes; como por exemplo, o crescimento moderado da oferta, estímulos fiscais à procura (dirigidos ao segmento jovem da população) e taxas de juro diretoras em zona neutral.

Portugal: Preços de habitação



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

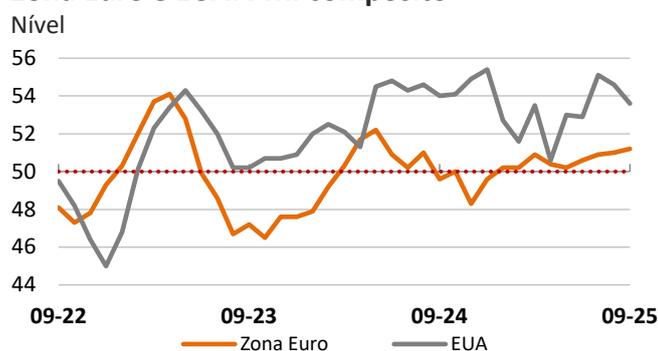
Economia internacional

A OCDE reviu em alta a sua previsão de crescimento global para 2025, para 3,2% (vs. 2,9% anteriormente), graças a um investimento mais dinâmico, a uma atividade mais resiliente (devido à antecipação das empresas antes da entrada em vigor das tarifas americanas) e a condições financeiras menos restritivas. Em 2026, prevê-se um abrandamento para 2,9% (sem alterações em relação ao cenário de junho). Relativamente aos EUA, aumenta a previsão para 2025 para 1,8% (de 1,6%) e mantém a de 2026 em 1,5%. Aumenta também a previsão de crescimento para a Zona Euro em 2025 para 1,2% (+0,2 pp em relação a junho), mas baixa a previsão para 2026 para 1% (de 1,2% anteriormente). Espanha destaca-se como a economia desenvolvida mais dinâmica (2,6% em 2025 e 2,0% em 2026). No caso da China, melhora ligeiramente as suas perspetivas para 2025 e 2026. Atualmente, a inflação está a moderar mais rapidamente do que o previsto em junho. O cenário não é isento de riscos. Uma adoção mais rápida da IA ou tarifas mais baixas impulsionariam o crescimento, enquanto, na direção oposta, se destacam novos aumentos de tarifas, picos de inflação, correções abruptas nos mercados financeiros ou o desafio orçamental enfrentado por muitas economias. Neste contexto difícil, a OCDE recomenda que os bancos centrais se mantenham vigilantes e preservem a sua independência, a fim de manter a credibilidade da política monetária.

Um crescimento fraco numa Zona Euro que pode andar a duas velocidades. Em setembro, o PMI composto da Zona Euro subiu 0,2 pontos, para 51,2, acima do limiar de 50, que indica crescimento, e um máximo de 16 meses. Esta evolução é inteiramente explicada pela melhoria do setor dos serviços (+0,9 pontos, para 51,4), enquanto a indústria transformadora recuou para valores compatíveis com a estagnação (-1,2 pontos, para 49,5). Por país, o PMI composto desceu acentuadamente em França (-1,4 pontos, para 48,4), o que reflete o impacto na atividade da delicada situação política do país e faz com que se verifique uma série de 13 meses consecutivos abaixo do limiar de 50. Entretanto, na Alemanha, o PMI composto aumentou significativamente (+1,9 pontos para 52,4) graças ao desempenho dos serviços. No entanto, não deve haver complacência em relação à Alemanha, uma vez que a fraqueza observada nas componentes das encomendas, tanto na indústria transformadora como nos serviços, alerta para o risco de um abrandamento nos próximos meses. Com efeito, o índice de confiança das empresas Ifo caiu em setembro pela primeira vez em oito meses: -1,2 pontos para 87,7 (o limiar de 100 indica um crescimento próximo da sua média a longo prazo). Apesar da aprovação do grande plano de infraestruturas, a sua execução ainda não foi iniciada e o ambiente empresarial desfavorável coloca riscos negativos para o crescimento alemão a curto prazo.

Os EUA voltam a surpreender pela sua força. A economia dos EUA foi mais dinâmica no 2T do que o inicialmente estimado, com o PIB a crescer a uma taxa em cadeia de +0,95%, em comparação com +0,8% na estimativa anterior (em termos anualizados, 3,8% vs. 3,3%). Esta revisão em alta explica-se por um maior dinamismo do consumo privado, que aumentou 0,6% em cadeia, e por um forte investimento fixo, que acelerou para 1,1%, com um aumento de 3,6% dos ativos intangíveis. Assim, a procura interna privada cresceu 0,7% em cadeia, o mesmo ritmo observado na média de 2024, confirmando a resiliência da economia. Os dados mais recentes do 3T também surpreenderam positivamente: em agosto, as encomendas de bens duradouros aumentaram 2,9% em termos mensais, após a quebra ocorrida em julho, com fortes aumentos nos aviões e ganhos moderados nos veículos. Os PMIs para setembro, embora tenham moderado em relação a agosto, permanecem claramente em território expansionista: o índice composto situou-se nos 53,6 pontos, com os serviços em 53,9 e a indústria transformadora em 52,0.

Zona Euro e EUA: PMI composto



*Nota: Os dados do último mês correspondem à estimativa flash.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Markit.*

Mercados financeiros

Uma semana de correções nas bolsas e de subida das yields da dívida soberana. Os mercados financeiros revelaram um tom misto, com as quedas das bolsas e a subida das rentabilidades soberanas em ambos os lados do Atlântico, numa semana em que as referências macroeconómicas foram os PMI de setembro e a terceira estimativa do PIB dos EUA para o 2T. Nos Estados Unidos, as rentabilidades dos *treasuries* recuperaram em toda a curva, devido às declarações cautelosas de Powell sobre futuros cortes nas taxas e aos dados de crescimento do 2T melhores do que o esperado. Por sua vez, os mercados bolsistas, após a subida de segunda-feira, registaram correções durante o resto da semana e os principais índices fecharam a semana com quedas de cerca de 1%. Os PMIs da Zona Euro apresentaram um quadro misto: França revelou fraqueza, Alemanha surpreendeu pela positiva nos serviços e o agregado da Zona Euro manteve-se na zona de expansão (51,2). Os mercados acionistas europeus também desceram durante a semana, embora em menor grau do que nos Estados Unidos e com ligeiras subidas nas *yields* das obrigações soberanas. Em relação às moedas, o dólar enfraqueceu face ao euro no início da semana (chegando a 1,18), mas depois corrigiu e fechou com uma valorização de 0,7% para 1,167. No setor das matérias-primas, os preços do petróleo recuperaram durante a semana (+4,1% para o Brent), impulsionados pela queda inesperada das existências de crude nos EUA e pelas preocupações com o excesso de oferta. O ouro recuou ligeiramente do máximo histórico de terça-feira de 3.764 dólares por onça, mas fechou a semana 1,7% acima do que o final da semana anterior.

Redução das taxas diretoras na Suécia e ausência de alterações na Suíça. O Riksbank surpreendeu com um corte de 25 p.b., levando a taxa de referência para 1,75%. Embora a inflação global permaneça elevada, a inflação subjacente diminuiu e o banco central considera que as pressões inflacionistas são transitórias. A decisão visa apoiar uma recuperação económica que continua fraca, embora já existam sinais de melhoria. Se as perspetivas se mantiverem, as taxas permanecerão estáveis, não se prevendo novas descidas nem no resto do ano nem em 2026. Na Suíça, o Swiss National Bank manteve a sua taxa em 0%, em consonância com as expetativas do mercado. A inflação aumentou em agosto, mas permanece contida e dentro do intervalo de estabilidade dos preços, e o crescimento foi fraco no 2T após

um 1T forte marcado pelo avanço das exportações farmacêuticas para os EUA. Apesar de manter as suas previsões de crescimento, o banco observa que o aumento das tarifas americanas agravou as perspetivas.

		25-9-25	19-9-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	1,98	2,02	-4	-73	-148
	EUA (Libor)	4,00	4,01	-1	-31	-75
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,18	2,15	+2	-28	-76
	EUA (Libor)	3,63	3,61	+2	-55	-22
Taxas 2 anos	Alemanha	2,04	2,02	+2	-4	-18
	EUA	3,66	3,57	+9	-58	8
Taxas 10 anos	Alemanha	2,77	2,75	2	40	57
	EUA	4,17	4,13	4	-40	46
	Espanha	3,34	3,30	4	28	34
	Portugal	3,20	3,15	5	35	42
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	57	55	2	-13	-23
	Portugal	43	40	3	-6	-15
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.605	6.664	-0,9%	12,3%	15,6%
Euro Stoxx 50		5.445	5.458	-0,2%	11,2%	10,1%
IBEX 35		15.154	15.261	-0,7%	31,4%	28,7%
PSI 20		7.915	7.704	2,7%	24,1%	17,8%
MSCI emergentes		1.344	1.341	0,2%	25,0%	22,1%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,167	1,175	-0,7%	12,7%	4,5%
EUR/GBP	libras por euro	0,874	0,872	0,3%	5,6%	4,0%
USD/CNY	yuan por dólar	7,134	7,118	0,2%	-2,3%	1,0%
USD/MXN	pesos por dólar	18,476	18,401	0,4%	-11,3%	-4,4%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		104,5	103,0	1,4%	5,8%	6,7%
Brent a um mês	\$/barril	69,4	66,7	4,1%	-7,0%	-7,3%
Gas n. a um mês	€/MWh	32,5	32,3	0,5%	-33,6%	-1,9%

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

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

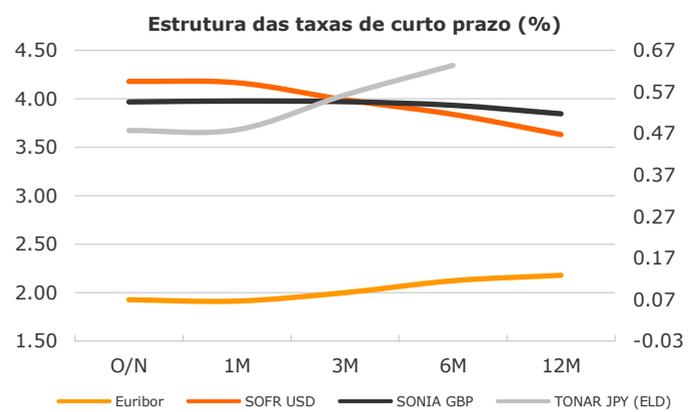
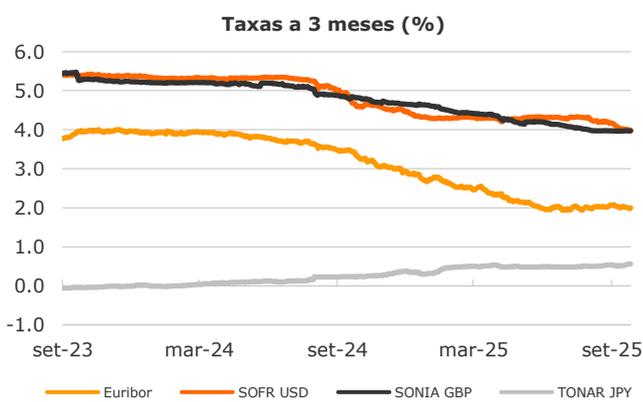
Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026
BCE	2.15%	5 jun 25 (-25 p.b.)	30-out	0 p.b.	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Fed*	4.25%	17 set 25 (-25 p.b.)	29-out	-25 p.b.	4.25%	3.75%	3.50%	3.25%
BoJ**	0.50%	24 jan 25 (+25 p.b.)	30-out	-	-	-	-	-
BoE	4.00%	6 ago 25 (-25 p.b.)	06-nov	-	-	-	-	-
SNB***	0.00%	19 jun 25 (-25 p.b.)	11-dez	-	-	-	-	-

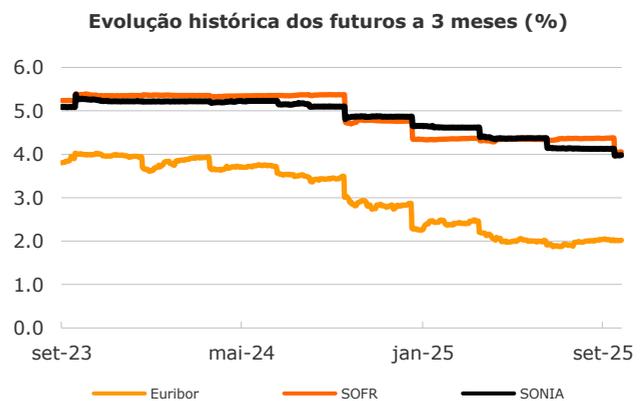
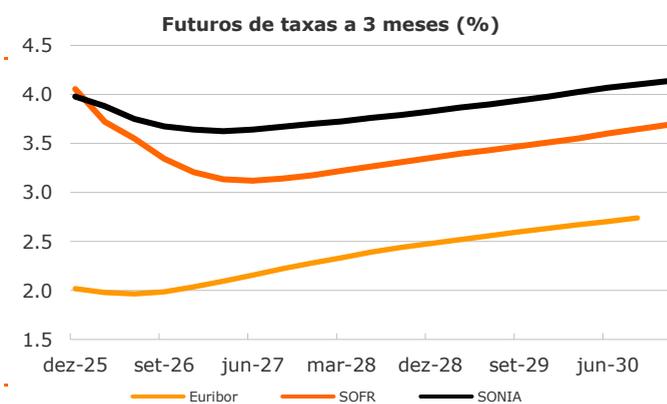
Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

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

Taxas de curto-prazo



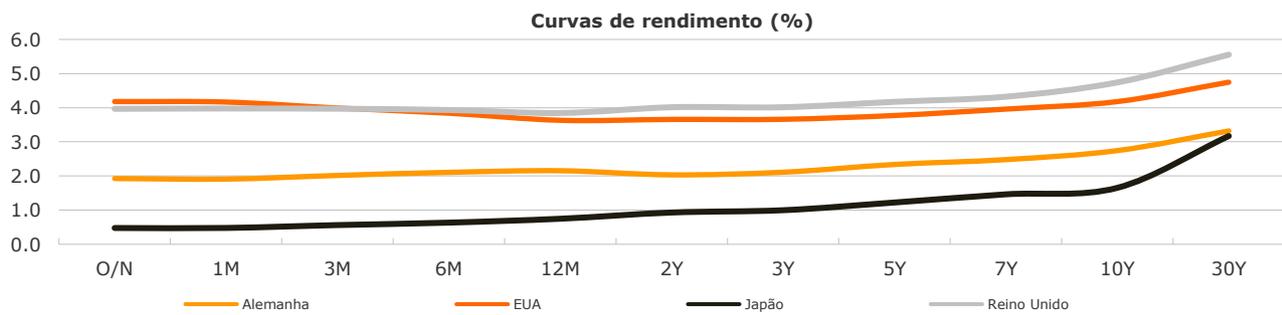
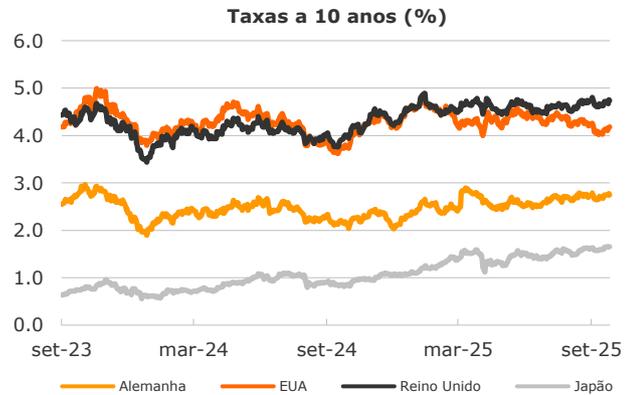
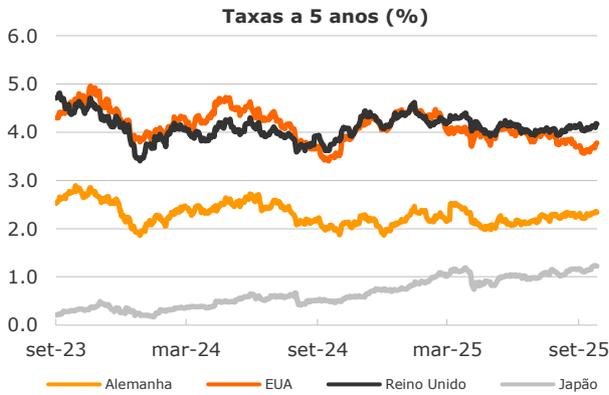
Futuros



Fonte: Bloomberg, BPI

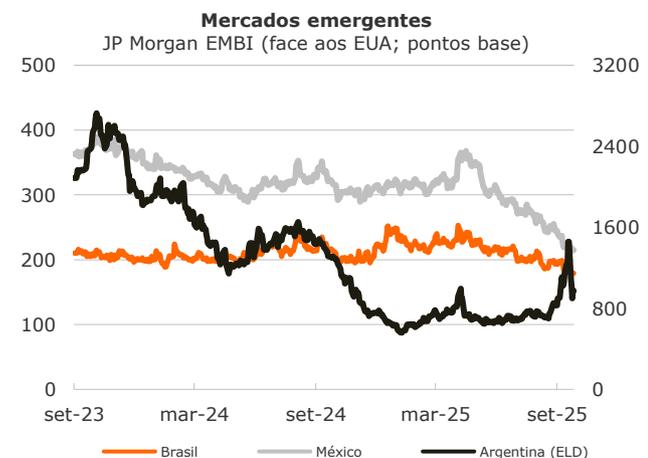
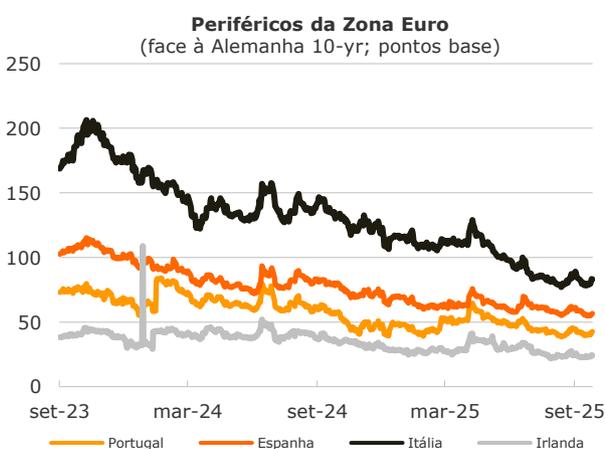
Dívida Pública

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	2.03%	9.5	3.66%	-2.2	4.01%	4.6	2.06%	8.4
5 anos	2.34%	7.0	3.77%	3.2	4.17%	3.5	2.48%	3.7
10 anos	2.74%	2.1	4.18%	-8.2	4.74%	0.1	3.17%	2.0
30 anos	3.32%	0.1	4.75%	-17.2	5.55%	-5.6	4.01%	-2.7

Spreads



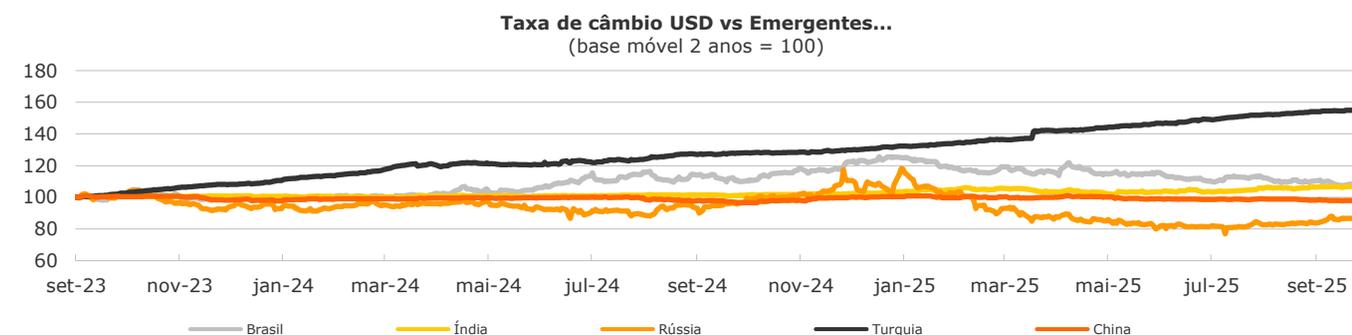
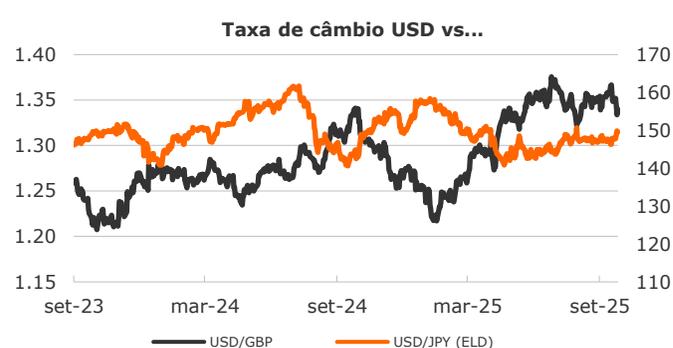
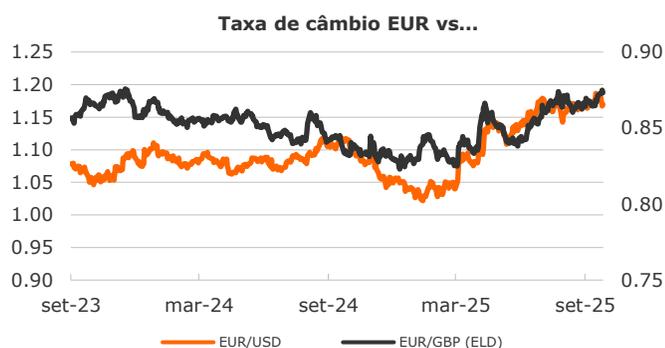
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.170	-0.45%	0.44%	13.05%	4.75%	1.19	1.01
	GBP	R.U.	0.873	0.16%	1.10%	5.53%	4.80%	0.88	0.82
	CHF	Suíça	0.934	-0.04%	-0.23%	-0.63%	-1.31%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.34	-0.62%	-0.59%	7.03%	-0.08%	1.38	1.21
	JPY	Japão	149.53	1.14%	1.51%	-4.98%	3.22%	158.87	139.89
Emergentes									
	CNY	China	7.13	0.24%	-0.25%	-2.26%	1.77%	7.35	7.00
	BRL	Brasil	5.35	0.47%	-1.80%	-13.36%	-1.74%	6.53	5.22

Taxas de câmbio efectivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
	EUR		104.4	-0.06%	0.38%	6.56%	4.07%	104.70	97.18
	USD		128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



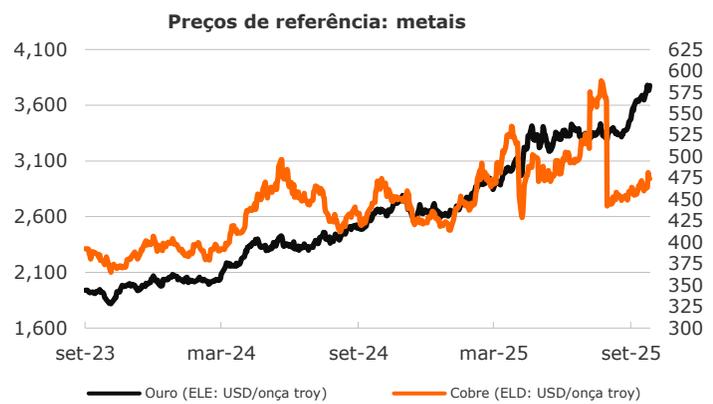
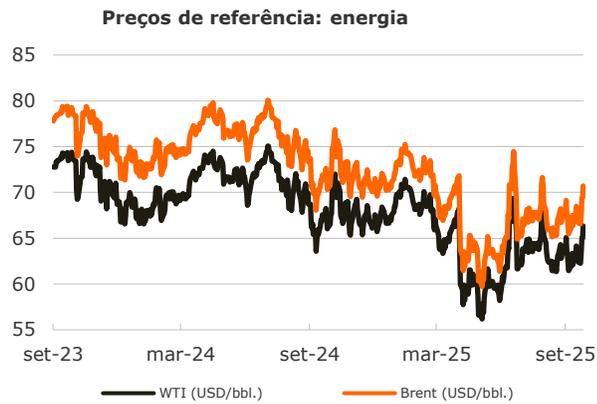
Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.170	0.873	7.464	11.675	0.934	149.530	0.798	1.340
Tx. forward 1M	1.172	0.875	7.462	11.695	0.932	149.036	0.795	1.340
Tx. forward 3M	1.176	0.878	7.458	11.734	0.929	148.186	0.790	1.340
Tx. forward 12M	1.191	0.891	7.440	11.906	0.914	144.874	0.768	1.337
Tx. forward 5Y	1.246	0.948	-	12.605	0.837	131.208	0.672	1.313

Fonte: Bloomberg

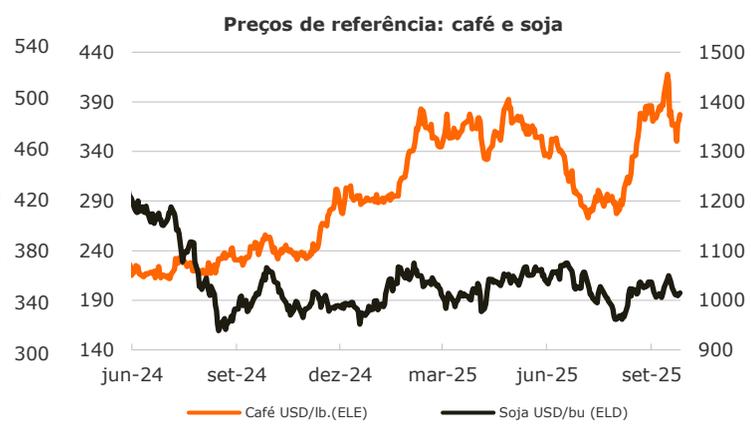
Commodities

Energia & metais



	26-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	66.3	6.3%	5.6%	-0.6%	66.3	63.8	62.4
Brent (USD/bbl.)	70.7	6.0%	6.0%	0.4%	69.2	66.5	66.5
Gás natural (EUR/MWh)	32.15	-0.1%	-5.1%	-23.2%	3.2	3.9	3.7
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,776.1	2.9%	11.6%	41.5%	3,772.8	3,918.1	4,030.1
Prata (USD/ onça troy)	45.8	7.2%	18.7%	43.1%	45.4	47.0	47.8
Cobre (USD/MT)	474.3	2.5%	4.6%	-11.3%	471.0	488.5	502.6

Agricultura



	26-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	422.5	-0.4%	3.1%	-5.0%	-	450.3	481.8
Trigo (USD/bu.)	519.5	-0.6%	-2.4%	-12.2%	-	573.8	619.3
Soja (USD/bu.)	1,015.0	-1.1%	-1.4%	1.3%	1,015.0	1,060.3	1,087.0
Café (USD/lb.)	378.4	2.9%	1.3%	1.3%	-	320.8	289.1
Açúcar (USD/lb.)	16.4	1.6%	-4.1%	-16.1%	15.8	15.8	16.0
Algodão (USD/lb.)	66.2	-0.2%	-0.8%	-4.5%	69.6	70.4	70.2

Mercado de Ações

Principais índices bolsistas

País	Índice	Valor Actual	Máximo 12 meses		Mínimo 12 meses		Variação		
			Data	Nível	Data	Nível	Semanal	Homóloga	YTD
Europa									
Alemanha	DAX	23,698	10-jul	24,639	7-abr	18,490	0.2%	23.2%	19.0%
França	CAC 40	7,859	3-mar	8,258	7-abr	6,764	0.1%	1.5%	6.5%
Portugal	PSI 20	7,943	22-ago	8,030	7-abr	6,194	3.1%	17.3%	24.5%
Espanha	IBEX 35	15,340	22-ago	15,444	13-nov	11,295	0.5%	28.3%	32.3%
R. Unido	FTSE 100	9,275	22-ago	9,358	7-abr	7,545	0.6%	11.9%	13.5%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,492	3-mar	5,568	7-abr	4,540	0.6%	9.1%	12.2%
EUA									
	S&P 500	6,611	23-set	6,700	7-abr	4,835	-0.8%	15.1%	12.4%
	Nasdaq Comp.	22,340	22-set	22,802	7-abr	14,784	-1.3%	22.8%	15.7%
	Dow Jones	46,102	23-set	46,714	7-abr	36,612	-0.5%	9.3%	8.4%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	45,355	19-set	45,853	7-abr	30,793	0.1%	13.9%	13.7%
Singapura	Straits Times	3,386	24-set	3,498	9-abr	2,285	-1.7%	27.8%	41.1%
Hong-Kong	Hang Seng	26,128	18-set	27,058	13-jan	18,671	-1.6%	31.1%	30.3%
Emergentes									
México	Mexbol	62,426	24-set	62,666	30-dez	48,770	2.0%	16.5%	26.1%
Argentina	Merval	1,794,301	7-jan	2,867,775	19-set	1,635,451	6.6%	4.6%	-29.2%
Brasil	Bovespa	145,366	23-set	147,178	14-jan	118,223	-0.3%	9.3%	20.9%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	11,150	26-ago	11,605	5-nov	8,567	-1.3%	13.4%	13.4%

