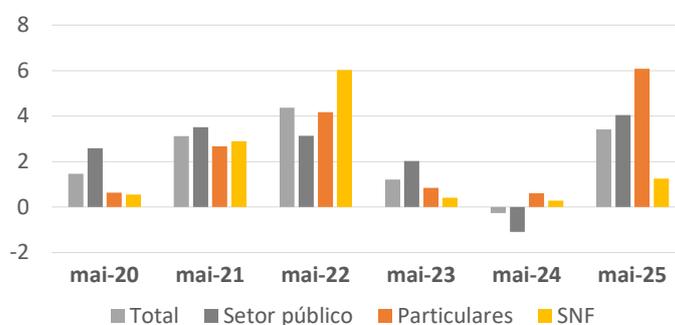


Economia portuguesa

Segundo o Banco de Portugal, o endividamento do setor não financeiro (inclui créditos comerciais) aumentou 7,9 mil milhões de euros em maio, para cerca de 839,1 mil milhões (+3,4% em termos homólogos), motivado principalmente pelo crescimento do endividamento dos particulares (164,4 mil milhões de euros, +6,1% face a maio do ano anterior), enquanto o setor público e as empresas privadas não financeiras registaram um aumento homólogo de 4,0% e 1,3% (para 374,1 e 300,7 mil milhões, respetivamente). Porém, tendo em conta a estimativa do BPI para o crescimento económico em 2025, os níveis de endividamento continuam a diminuir em percentagem do PIB em termos homólogos em todos os setores, exceto no caso dos particulares (-3,5 p.p. no setor não financeiro agregado, -0,8 p.p. no setor público, -3,4% nas empresas privadas e +0,7 p.p. nos particulares). A dívida direta do Estado tem ainda demonstrado uma trajetória ascendente, aumentando por 3 meses consecutivos (307,5 mil milhões de euros em junho, +4,6% homólogo e +0,8% mensal).

Portugal: endividamento do setor não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Bancos antecipam um ligeiro aumento da procura de crédito nalguns segmentos no 3T. No recente inquérito sobre o mercado de crédito, os bancos reportaram que os critérios de concessão de crédito a empresas não se alteraram no 2T, mas tornaram-se ligeiramente menos restritivos no crédito à habitação, neste último caso, decorrente da concorrência entre instituições e melhores avaliações quanto à qualidade creditícia dos indivíduos. No que diz respeito à procura de crédito das empresas no 2T, verificou-se um ligeiro aumento por parte das PME e empréstimos de curto prazo, suportados pelo nível das taxas de juro (ainda que o recurso a fundos internos tenha contrabalançado). Por sua vez, no caso dos particulares, destacou-se o aumento da procura por crédito à habitação, explicado pelo nível das taxas de juro (por exemplo, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação mantém a trajetória descendente, atingindo em junho os 3,479%, o valor mais baixo desde maio de 2023) e, em menor dimensão, pela confiança dos agentes económicos e medidas de apoio aos jovens na compra da primeira habitação. Em expectativa para o 3T, os bancos antecipam que os critérios de concessão possam tornar-se menos restritivos para PME, mas não antecipam alterações para grandes empresas ou particulares. Por sua vez, esperam um ligeiro aumento da procura por parte das PME e para compra de casa. Os dados da carteira de crédito ao sector privado não financeiro de junho corroboram os resultados do inquérito para o 2T: de facto, a carteira de crédito à habitação aumentou 7,4% homólogo, enquanto a carteira de crédito às SNF cresceu 2,3%.

A DBRS manteve o rating soberano de Portugal em A (alto), equivalente a A+ na notação da Fitch e S&P. Esta manutenção reflete a visão da respetiva agência de rating de que os riscos para a economia portuguesa se encontram equilibrados, sendo de esperar que o crescimento económico e o saldo orçamental superem a média da Zona Euro nos próximos dois anos, apesar dos riscos associados às tensões geopolíticas e comerciais. O crescimento real dos rendimentos, a tendência de descida das taxas de juro e o aumento da execução no âmbito do PRR constituem os principais suportes para o crescimento económico de Portugal. As próximas atualizações por parte das mais importantes entidades de rating ocorrem de acordo com o seguinte calendário: S&P a 29 de agosto, Fitch a 12 de setembro e Moody's a 14 de novembro.

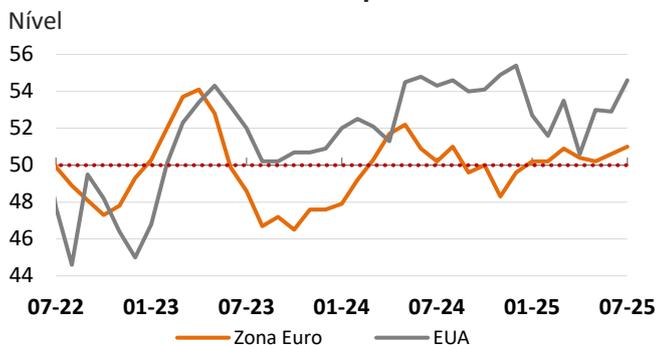
Economia internacional

Os EUA e o Japão estabelecem um acordo comercial. Os produtos japoneses serão tributados em 15% a partir de 1 de agosto, um valor inferior aos 25% anteriormente considerados, mas superior aos 10% universais em vigor. As novas tarifas aplicar-se-ão também aos automóveis e componentes, até agora sujeitos a uma penalização de 25%. Esse acordo inclui compromissos do Japão de investir 550 mil milhões de dólares no setor industrial dos Estados Unidos, bem como de aumentar as importações de produtos agrícolas, energéticos e equipamentos de transporte. Considera também a redução das barreiras à entrada de bens industriais e de consumo. Entretanto, as negociações com a UE continuam, com a possibilidade de manter a linha do acordo com o Japão, embora persista a incerteza sobre possíveis tarifas sobre os produtos farmacêuticos europeus.

Modesta melhoria da atividade na Zona Euro no início do 3T. O PMI composto para a Zona Euro subiu 0,4 pontos em julho, para 51,0 (níveis acima de 50 indicam crescimento positivo), principalmente devido à reativação do sector de serviços (+0,7 pontos, para 51,2), com o sector transformador a recuperar lentamente (+0,3 pontos, para 49,8) e atingindo o seu melhor momento em três anos. As componentes dos preços indicam que a moderação das pressões inflacionistas continua, tanto na indústria transformadora como nos serviços. Por países, a Alemanha mantém-se em julho em terreno de crescimento positivo (-0,1 pontos, até 50,3) e esta melhoria poderá intensificar-se nos próximos meses, graças ao aumento esperado da despesa pública em investimento. Por sua vez, França apresenta uma melhoria, mas sem retornar ao terreno do crescimento (+0,4 pontos, até 49,6), e a situação pode complicar-se nos próximos meses devido ao aumento da instabilidade política desencadeada após a apresentação do plano de ajuste fiscal do governo (cerca de 1,5% do PIB em 2026), que elevou a probabilidade de uma moção de censura.

A economia dos EUA inicia o 3T com um bom desempenho, mas com um mapa de riscos desafiante. Em julho, o PMI composto dos EUA subiu para 54,6 pontos, de 52,9 em junho, o nível mais alto do ano até o momento, indicando uma aceleração da atividade em relação aos meses anteriores. A recuperação foi impulsionada pelo sector dos serviços, cujo índice subiu para 55,2, enquanto o sector industrial caiu para 49,5 pontos, entrando em zona de contração pela primeira vez desde abril. Não obstante o crescimento, as empresas mostram-se cautelosas em relação ao futuro e citam preocupações com tarifas e barreiras comerciais. Quanto aos preços, observaram-se fortes pressões inflacionistas: tanto nos serviços como na indústria transformadora, os custos dos fatores de produção e os preços de venda aumentaram, devido às tarifas e aos custos laborais mais elevados. Já a componente emprego cresceu pelo quinto mês consecutivo, embora com sinais contraditórios: enquanto os serviços continuaram a contratar fortemente, o sector da indústria transformadora registou reduções de pessoal pela primeira vez nos últimos três meses.

Zona Euro e EUA: PMI compósito



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

Mercados financeiros

O BCE mantém as taxas e deseja-nos boas férias «em espera». Tal como previsto, o BCE não alterou as taxas de juro (*depo* em 2,00%) na primeira reunião sem descidas de taxas desde julho de 2024. Esta decisão, tomada por unanimidade, reflete a margem existente para pausa proporcionada pela inflação em relação à meta (visível nos próprios dados de inflação, mas também em indicadores alternativos, salários, margens empresariais e projeções de médio prazo) e uma visão relativamente positiva do crescimento económico (o BCE destacou dinâmicas subjacentes favoráveis por trás da volatilidade gerada pelas tarifas e pelas estatísticas irlandesas), juntamente com a necessidade de análise face a um mapa de riscos exigente. Consequentemente, o BCE pretende «aguardar e observar» antes de tomar novas medidas. O BCE continua a observar um nível de incerteza económica excecional, em grande parte devido às tensões comerciais, e pretende gerir esta incerteza com cautela e análise. Deste modo, Lagarde enfatizou que, para as próximas reuniões, as decisões dependerão dos dados e não haverá compromissos com nenhuma trajetória futura para as taxas. Ainda, para reforçar a mensagem, concluiu a conferência de imprensa desejando «boas férias em modo de espera e observação». A reunião atenuou as expectativas do mercado quanto a uma possível descida das taxas em setembro, embora os investidores continuem a descontar que a descida se verificará e que a taxa *depo* descerá para 1,75% antes do final do ano (Ver [Nota Breve](#)).

A Fed vai fazer uma nova pausa. Prevemos, e os mercados financeiros também, que a Fed volte a deixar as taxas de juro inalteradas (*fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%) na próxima reunião, marcada para 30 de julho, prolongando mais uma vez a postura cautelosa este ano. De acordo com as projeções macroeconómicas da reunião de junho, em termos de expectativas em relação às taxas de juro, o FOMC tem dois grupos claros, de dimensão sensivelmente igual: um mais cauteloso, que prefere que não haja cortes ou apenas um em 2025, e outro que projeta dois ou mesmo três cortes. Até à data, o grupo mais acomodaticio argumenta que o impacto das tarifas sobre os preços no consumidor tem sido limitado e não deverá gerar efeitos de segunda ordem e que, dado que o mercado de trabalho não está em condições tão fortes como parece (por exemplo, a taxa de contratação é baixa e a criação de emprego privado arrefeceu), é altura de retomar os cortes nas taxas. No entanto, esperamos que o grupo mais cauteloso prevaleça nesta reunião por três razões: continua a não haver clareza sobre como, quando e a que nível chegarão as tarifas, e a incerteza sobre o efeito nos preços permanece elevada; os dados apontam para uma economia que continua a ser resistente, com uma taxa de desemprego baixa, o que lhe permite continuar em modo pausa; e, por fim, embora o impacto tenha sido limitado, começam a aparecer nos dados sobre a inflação as primeiras subidas dos preços dos bens, que poderão alargar-se em termos de amplitude e de perímetro e que tornam difícil justificar a descida das taxas de juro (Ver [Nota Breve](#)).

A geopolítica e os bancos centrais marcam o ritmo dos mercados. A semana arrancou com um sentimento cauteloso por parte dos investidores, à medida que se aproxima o dia 1 de agosto, data em que as chamadas tarifas recíprocas dos EUA entrarão em vigor. Todavia, o anúncio de um acordo comercial entre os EUA e o Japão (ver a secção Economia Internacional) e as expectativas de um possível acordo entre os EUA e a UE fizeram disparar a apetência pelo risco dos investidores em algumas sessões, antes de se moderarem no final da semana. Por conseguinte, o mercado bolsista norte-americano avançou no conjunto da semana, apoiado também pelos bons resultados de algumas grandes empresas, como a Alphabet, enquanto as bolsas europeias tiveram um desempenho mais irregular: no seu conjunto, o STOXX EUR 600 subiu cerca de 1%, com as bolsas espanholas, portuguesas e italianas em terreno positivo, mas com um desempenho mais heterogéneo dos índices alemães e franceses. No que respeita às taxas soberanas de curto prazo, estas recuperaram na sequência de uma leitura *hawkish* da reunião de julho do BCE, enquanto as oscilações do sentimento dos investidores atenuaram o movimento das taxas de longo prazo. Em relação ao mercado cambial, o euro fortaleceu-se face aos seus principais pares e voltou a situar-se acima dos 1,17 dólares, atingindo um máximo de duas semanas. Finalmente, no mercado das matérias-primas, o Brent continuou a flutuar perto, mas abaixo, dos 70 dólares por barril.

		24-7-25	18-7-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Taxas						
					(pontos base)	
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	1.95	2.00	-5	-77	-174
	EUA (Libor)	4.32	4.33	-1	1	-94
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2.04	2.07	-3	-42	-145
	EUA (Libor)	3.96	4.01	-5	-22	-81
Taxas 2 anos	Alemanha	1.93	1.87	+6	-15	-70
	EUA	3.92	3.87	+5	-32	-51
Taxas 10 anos	Alemanha	2.70	2.70	1	34	29
	EUA	4.40	4.42	-2	-17	16
	Espanha	3.31	3.31	0	25	6
	Portugal	3.13	3.14	0	29	8
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	61	62	-1	-9	-22
	Portugal	43	44	-1	-5	-21
Mercado de Ações						
					(percentagem)	
S&P 500		6,363	6,297	1.1%	8.2%	17.9%
Euro Stoxx 50		5,355	5,359	-0.1%	9.4%	11.3%
IBEX 35		14,257	13,989	1.9%	23.6%	27.9%
PSI 20		7,737	7,674	0.8%	21.3%	15.2%
MSCI emergentes		1,267	1,249	1.4%	17.8%	18.0%
Câmbios						
					(percentagem)	
EUR/USD	dólares por euro	1.175	1.163	1.1%	13.5%	8.3%
EUR/GBP	libras por euro	0.870	0.867	0.3%	5.1%	3.1%
USD/CNY	yuan por dólar	7.155	7.175	-0.3%	-2.0%	-1.3%
USD/MXN	pesos por dólar	18.546	18.748	-1.1%	-11.0%	0.5%
Matérias-Primas						
					(percentagem)	
Índice global		104.2	105.1	-0.8%	5.5%	7.7%
Brent a um mês	\$/barril	69.2	69.3	-0.1%	-7.3%	-16.0%
Gas n. a um mês	€/MWh	32.4	33.6	-3.7%	-33.8%	1.8%

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

... * O próximo Pulso Económico será publicado na segunda-feira 1 de Setembro. Desejamos a todos um verão feliz...

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

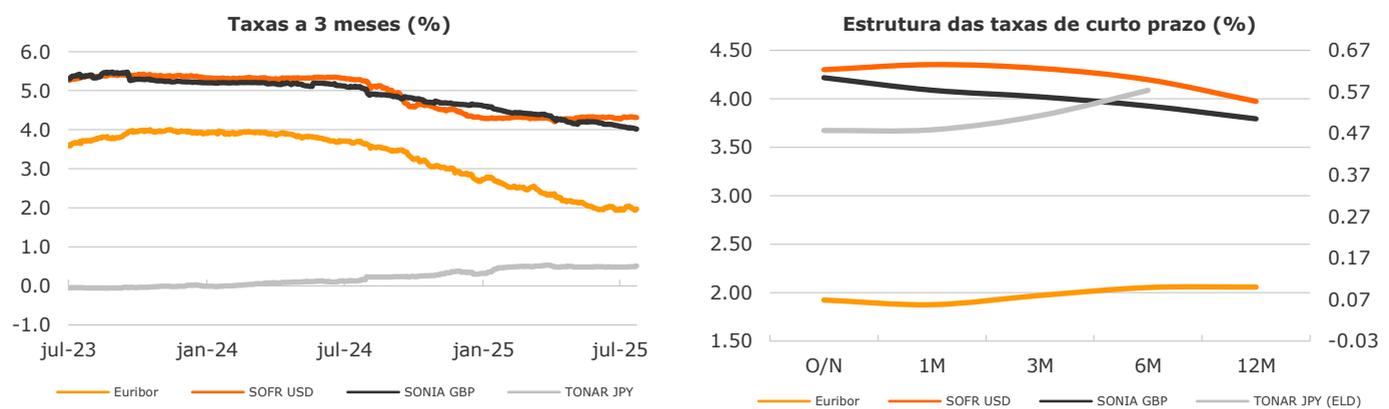
Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026
BCE	2.15%	5 Jun 25 (-25 bp)	11-set	-25 p.b.	2.15%	1.90%	1.90%	1.90%
Fed*	4.50%	18 dez 24 (-25 bp)	30-jul	0 p.b.	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%
BoJ**	0.50%	24 jan 25 (+25 bp)	31-jul	-	-	-	-	-
BoE	4.25%	08 mai 25 (-25 bp)	07-ago	-	-	-	-	-
SNB***	0.00%	19 jun 25 (-25 bp)	25-set	-	-	-	-	-

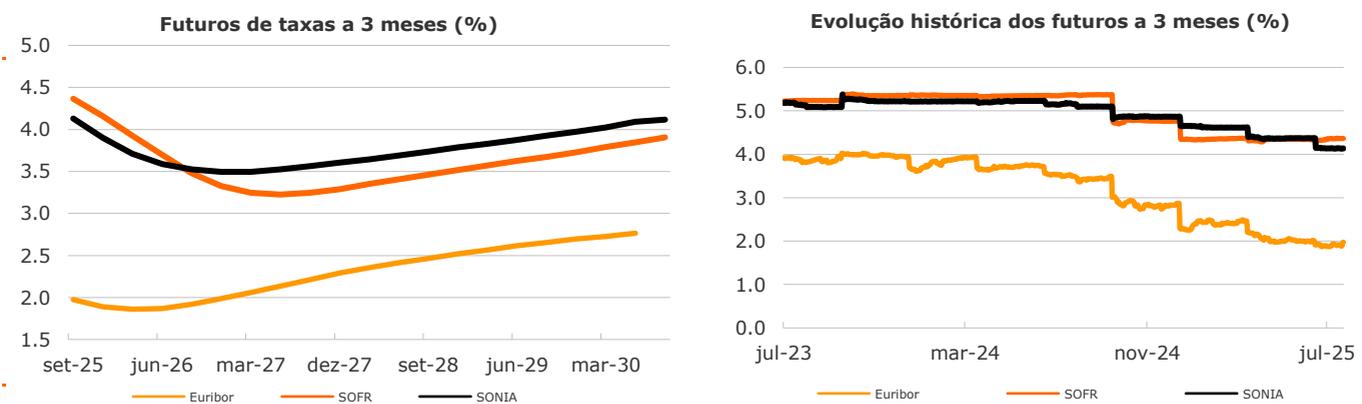
Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

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

Taxas de curto-prazo



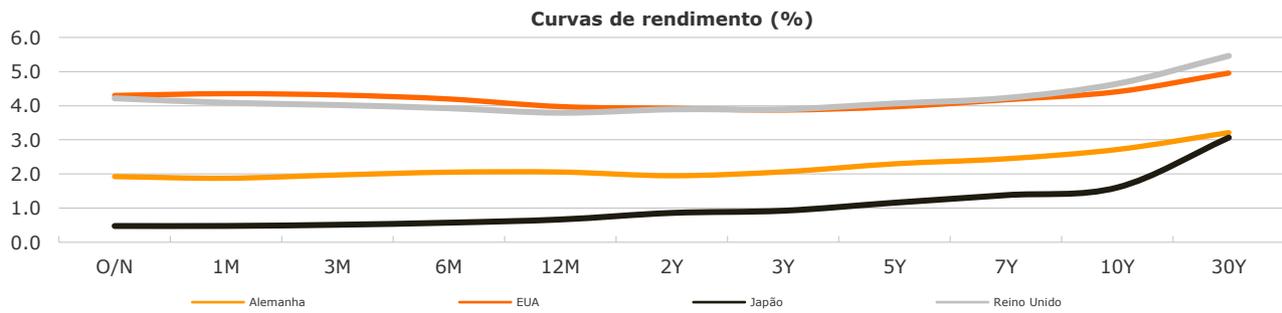
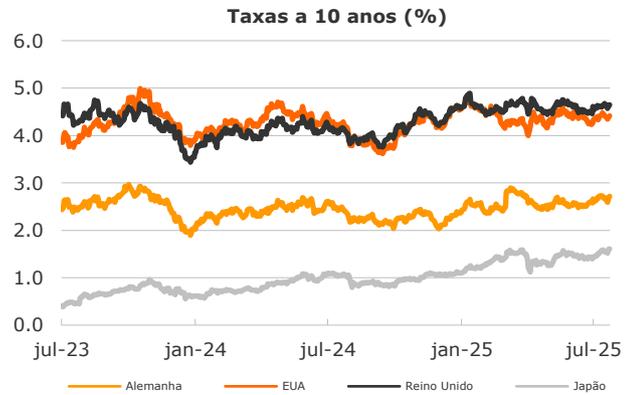
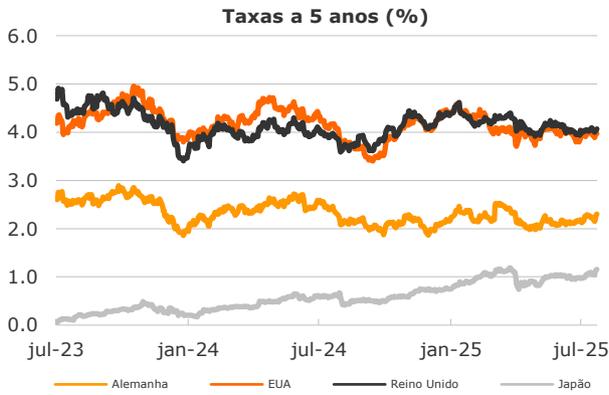
Futuros



Fonte: Bloomberg, BPI

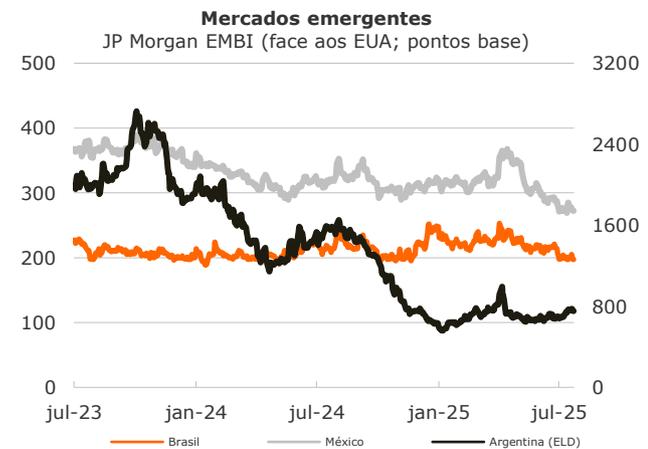
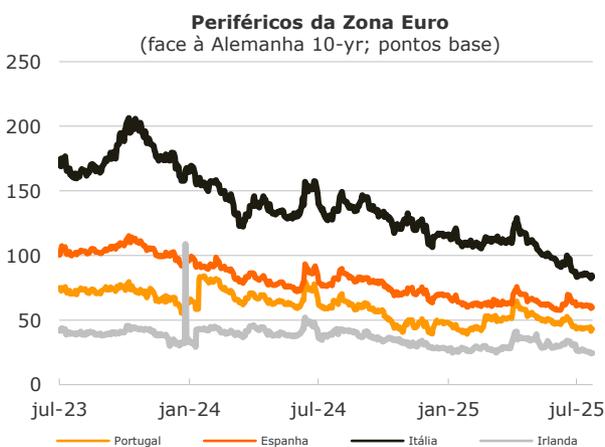
Dívida Pública

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	1.95%	10.8	3.93%	14.5	3.90%	3.9	1.98%	10.6
5 anos	2.30%	15.8	3.97%	12.1	4.07%	8.7	2.46%	8.8
10 anos	2.72%	15.5	4.41%	12.3	4.65%	16.4	3.15%	10.4
30 anos	3.21%	16.2	4.96%	12.7	5.46%	22.9	3.98%	14.5

Spreads



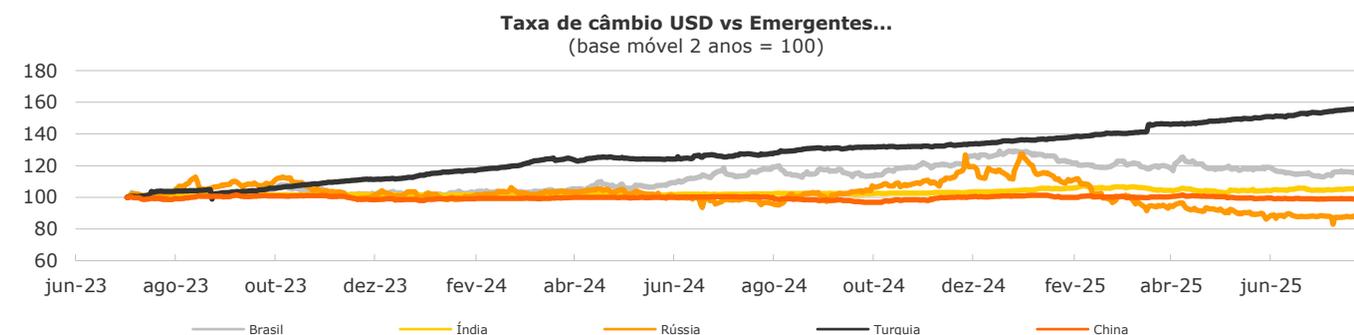
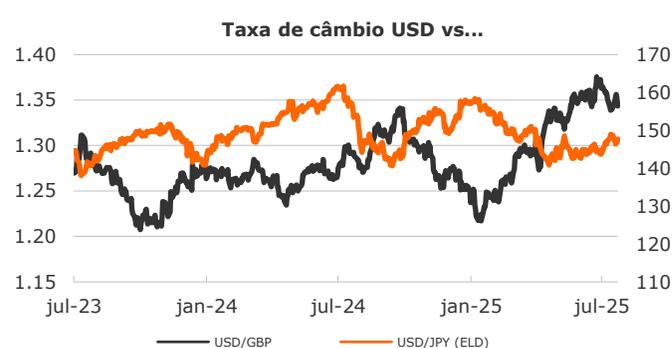
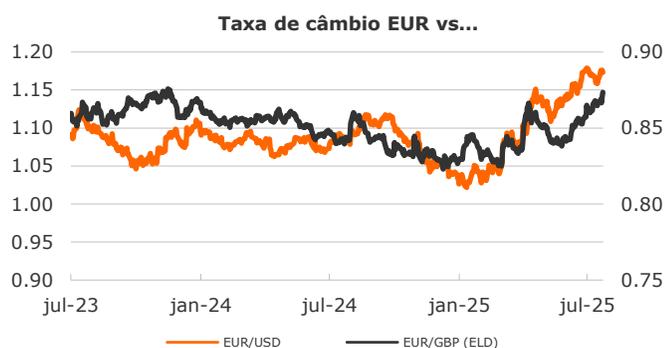
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.174	0.91%	0.89%	13.39%	8.04%	1.18	1.01
	GBP	R.U.	0.873	0.77%	2.38%	5.56%	3.50%	0.87	0.82
	CHF	Suíça	0.935	0.35%	-0.21%	-0.53%	-2.26%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.34	0.12%	-1.50%	7.32%	4.28%	1.38	1.21
	JPY	Japão	147.75	-0.63%	1.58%	-6.11%	-4.08%	158.87	139.58
Emergentes									
	CNY	China	7.17	-0.11%	-0.11%	-1.82%	-1.03%	7.35	7.00
	BRL	Brasil	5.55	-0.41%	0.25%	-10.07%	-1.33%	6.53	5.31

Taxas de câmbio efectivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
	EUR		104.4	0.40%	1.25%	6.58%	4.07%	104.40	97.18
	USD		128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



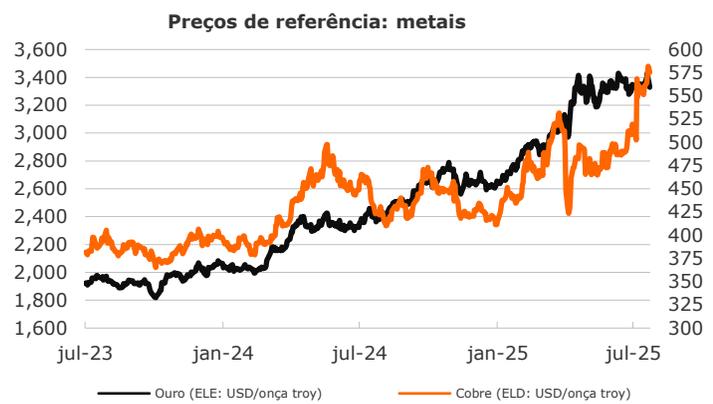
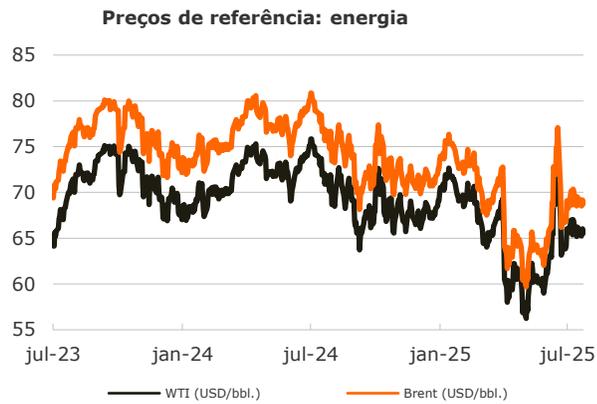
Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.174	0.873	7.464	11.935	0.935	147.750	0.796	1.344
Tx. forward 1M	1.176	0.875	7.462	11.957	0.933	147.243	0.793	1.344
Tx. forward 3M	1.181	0.878	7.458	12.000	0.930	146.257	0.787	1.345
Tx. forward 12M	1.199	0.891	7.439	12.175	0.915	142.542	0.763	1.346
Tx. forward 5Y	1.264	0.947	-	12.821	0.843	127.575	0.667	1.335

Fonte: Bloomberg

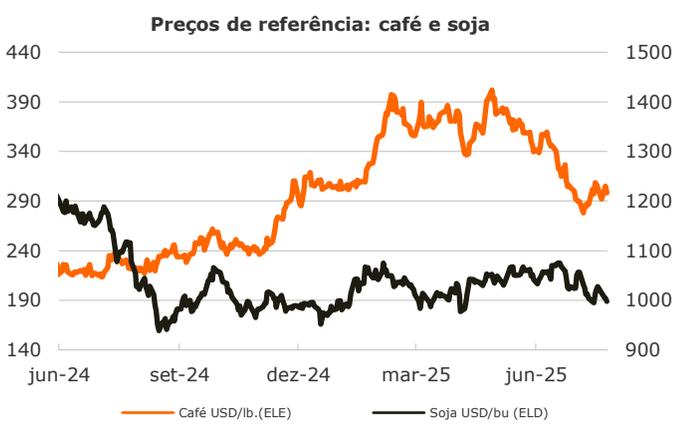
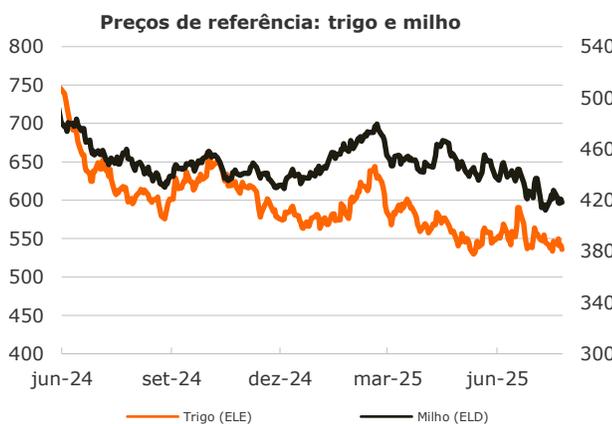
Commodities

Energia & metais



	25-jul	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	65.5	-0.8%	3.3%	-7.7%	65.5	63.0	62.9
Brent (USD/bbl.)	68.8	-0.7%	3.5%	-7.8%	67.4	66.6	66.6
Gás natural (EUR/MWh)	33.25	-0.4%	-5.9%	-31.0%	3.2	4.0	3.7
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,329.6	-0.7%	-0.2%	40.9%	3,333.2	3,472.5	3,598.9
Prata (USD/ onça troy)	38.1	-0.2%	5.4%	36.7%	38.4	40.8	41.8
Cobre (USD/MT)	575.2	2.6%	15.7%	29.9%	575.5	594.0	599.2

Agricultura



	25-jul	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	418.5	-2.2%	-1.0%	-9.3%	399.0	452.5	455.5
Trigo (USD/bu.)	535.8	-1.9%	-1.6%	-8.3%	535.8	592.5	642.5
Soja (USD/bu.)	998.0	-2.9%	-2.7%	-5.5%	999.8	1,074.3	1,078.3
Café (USD/lb.)	298.6	-1.7%	-2.0%	-8.8%	298.55	274.0	258.2
Açúcar (USD/lb.)	16.3	-3.0%	-1.7%	-5.9%	16.5	16.6	16.8
Algodão (USD/lb.)	68.3	-0.5%	0.0%	-1.7%	71.5	71.5	71.1

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	24,245	10-jul	24,639	5-ago	17,025	-0.2%	32.5%	21.8%
França	CAC 40	7,849	3-mar	8,258	7-abr	6,764	0.3%	5.7%	6.4%
Portugal	PSI 20	7,705	10-jul	7,821	7-abr	6,194	0.4%	14.7%	20.8%
Espanha	IBEX 35	14,251	21-mai	14,371	5-ago	10,299	1.9%	27.9%	22.9%
R. Unido	FTSE 100	9,126	24-jul	9,158	7-abr	7,545	1.5%	11.5%	11.7%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,361	3-mar	5,568	5-ago	4,474	0.0%	11.4%	9.5%
EUA									
	S&P 500	6,380	24-jul	6,381	7-abr	4,835	1.3%	18.2%	8.5%
	Nasdaq Comp.	21,116	25-jul	21,113	7-abr	14,784	1.1%	22.9%	9.3%
	Dow Jones	44,772	4-dez	45,074	7-abr	36,612	1.0%	12.1%	5.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	41,456	24-jul	42,066	7-abr	30,793	3.9%	10.1%	3.9%
Singapura	Straits Times	3,196	24-jul	3,238	9-abr	2,285	0.3%	17.0%	33.2%
Hong-Kong	Hang Seng	25,388	24-jul	25,736	5-ago	16,441	2.3%	49.2%	26.6%
Emergentes									
México	Mexbol	56,978	27-mai	59,735	30-dez	48,770	1.3%	7.6%	15.1%
Argentina	Merval	2,204,368	7-jan	2,867,775	5-ago	1,333,622	6.2%	43.3%	-13.0%
Brasil	Bovespa	133,632	4-jul	141,564	14-jan	118,223	0.2%	6.1%	11.1%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	10,643	25-jul	11,017	5-nov	8,567	2.7%	-2.1%	8.3%

