

Economia portuguesa

Banco de Portugal revê crescimento em 2025 para 1,9%, mais 3 décimas do que no cenário de junho. Esta revisão em alta do crescimento deve-se, por um lado, à revisão da série histórica do PIB publicada pelo INE (para mais detalhe, ver [Nota Breve](#)), em particular no que toca ao crescimento em 2023 e 2024, com mais 0,5 e 0,2 p.p. respetivamente quando comparado com a estimativa anterior. Para além deste aspeto, o contributo da procura interna projetado para 2025 foi também revisto em alta quando comparado com o cenário de junho, devido ao aumento do crescimento do consumo privado em 1,1 p.p. (em resultado do aumento do rendimento disponível devido às novas medidas orçamentais de alívio fiscal para as famílias), da FBCF em 0,9 p.p. (devido à robustez do mercado de habitação, que não parece estar a ser afetado negativamente perante os níveis de incerteza globais) e do consumo público em 0,6 p.p.. As projeções para as contas externas – saldo da balança corrente e de capital – antecipam um excedente de 3,6% do PIB em 2025, menos 0,3 p.p. do que em junho. Do lado das exportações, o ritmo de crescimento foi revisto em -0,6 p.p. para 1,1%. Por outro lado, a expectativa de crescimento das importações foi revista em alta em 1,3 p.p.. As tensões comerciais e o aumento da incerteza têm impacto visível na atividade económica de Portugal neste ano, no entanto o alívio das condições financeiras, a tenacidade do mercado de trabalho e a esperada execução acelerada dos fundos concedidos pela UE serão os motores para as melhorias de crescimento do PIB nacional em 2026, que deverá crescer 2,2% (sem alterações face a junho).

Projeções BdP para 2025-2027

(Variação homóloga, exceto onde indicado)

	2024	2025	2026	2027
PIB	2,1	1,9	2,2	1,7
Consumo Privado	3,0	3,3	2,0	2,0
Consumo Público	1,5	1,6	1,3	1,0
FBCF	4,2	3,0	5,3	0,6
Exportações	3,1	1,1	2,2	2,8
Importações	4,8	4,7	2,8	2,3
Taxa Desemprego	6,4	6,2	6,3	6,3
IHPC	2,7	2,2	1,9	2,0
Bal. Corrente e Capital (% PIB)	3,1	3,6	4,2	2,7
Bal. Bens e serviços (% do PIB)	2,3	1,6	1,6	1,8
Deflator do PIB	4,8	4,1	2,9	2,3

Fonte: BPI Research, com base nas previsões do Banco de Portugal.

Em agosto e em termos homólogos, a faturação nos serviços desacelerou 1,0 p.p. face a julho, tendo atingido um crescimento de 3,3% no mês mais recente. O crescimento da faturação nos serviços é justificado pelo crescimento da faturação nas atividades imobiliárias (+23,3%) e serviços de transportes e armazenagem (+4,8%). Em sentido contrário, as atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares viram a sua faturação reduzir-se 3,4% em agosto. Na indústria, em agosto, a faturação aumentou 0,7% e, excluindo energia, avançou 3,0%. Os bens de investimento constituem o agrupamento industrial com maior contributo para o crescimento homólogo da faturação, tendo crescido 8,0%, depois de nos dois meses anteriores ter aumentado 10,1% e 13,9%.

O défice comercial continua a evidenciar a perda de dinamismo das exportações. Nos oito primeiros meses de 2025, o défice aumentou 22,5% para 21.239 milhões de euros, com as exportações a avançarem uns meros 0,4% e as importações 6,0%. O mau desempenho das exportações é em grande parte explicado pelas quedas das vendas de combustíveis e lubrificantes, que encolheram 22,2% homólogo, retirando 1,6 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 materiais de transporte que, conjuntamente contribuíram com 5,1 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-Ago 2025	Exportações		Importações	
	Milhões de Euros	Variação Homóloga	Milhões de Euros	Variação Homóloga
Bens industriais	17.625	2,0%	22.666	12,2%
Bens de consumo	9.111	2,1%	10.988	9,8%
Material de transporte	9.145	3,7%	11.816	10,2%
Bens de capital	7.878	4,2%	11.995	0,2%
Combustíveis	2.993	-22,2%	6.631	-14,3%
Alimentação e bebidas	6.349	-1,4%	10.252	7,5%
Total	53.124	0,4%	74.363	6,0%

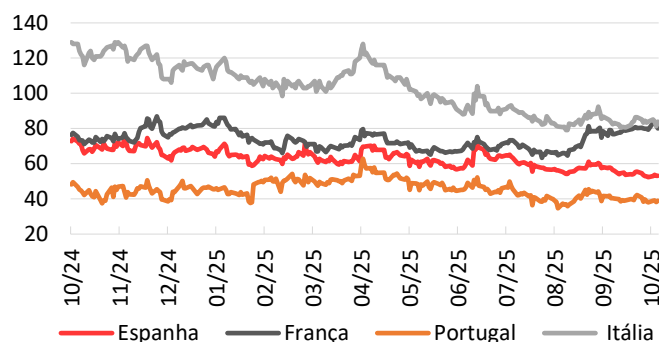
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Economia internacional

O setor industrial da Alemanha continua numa situação frágil. Em agosto, a produção da indústria transformadora caiu 5,5% em relação ao mês anterior, uma queda muito mais acentuada do que o esperado. Todos os setores de atividade sofreram quedas mais ou menos pronunciadas, nomeadamente a queda de 18,5% na produção automóvel e de 10,3% na produção farmacêutica, dois dos setores mais expostos ao mercado americano. A quebra em agosto mais do que compensa o aumento da atividade que ocorreu devido à «antecipação» da entrada em vigor das tarifas e coloca o nível de produção da indústria transformadora 2,5% abaixo do seu nível no final de 2024. Não parece viável, a curto prazo, uma alteração substancial da tendência. As encomendas à indústria caíram em agosto, pelo quarto mês consecutivo, 0,8% em termos mensais, principalmente devido à descida das encomendas do estrangeiro (-4,1%), uma vez que as encomendas ao mercado interno aumentaram (+4,7%). Esta fraqueza da procura externa também se reflete na nova queda das exportações em agosto (-0,5% mensalmente), que as coloca nos níveis do início do ano, embora a notável queda das importações (-1,3%) permita que o excedente comercial aumente em 800 milhões de euros, para 17.170 milhões de euros, 20% abaixo do valor de há um ano.

Zona Euro: Prémios de risco soberano: 10 anos

Pontos base



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Macrobond.

Agravamento da crise política em França. Com a demissão do Primeiro-Ministro Lecornu, menos de um mês após a sua nomeação, a incerteza política no país aumentou ainda mais, com a possibilidade de eleições antecipadas. Contudo, o primeiro-ministro cessante parece ter conseguido um consenso político suficiente para fazer aprovar o orçamento de 2026, o que facilita a nomeação de um novo primeiro-ministro por Macron dia 10, para avançar com as negociações. Todos os partidos políticos concordam que o défice orçamental deve ser reduzido para 4,7%-5,0% do PIB em 2026 (5,4% previstos para este ano), mas, para alcançar este consenso, foi posta em cima da mesa a possibilidade

de suspender a reforma das pensões adotada por Macron em 2023, que, entre outras coisas, aumentou a idade da reforma em dois anos, para os 64 anos. Esta medida poderia custar cerca de 3 a 5 mil milhões de euros por ano até 2027, o que obrigaria a encontrar outras formas de a compensar e a cumprir o compromisso de redução fiscal anunciado.

O shutdown dos EUA deixa-nos sem números oficiais e o ISM dos serviços enfraquece. Devido à paralisação do Governo nos EUA, a divulgação de dados económicos oficiais foi interrompida: nem o relatório de emprego de setembro nem a balança comercial de agosto foram publicados. Neste contexto, o indicador mais relevante conhecido foi o ISM dos serviços, que apresentou sinais mistos. Em setembro, o indicador global caiu para 50,0, contra 52 em agosto, afetado pelas quedas da atividade empresarial (49,9) e das novas encomendas (50,4), parcialmente compensadas por uma ligeira recuperação do número de funcionários (47,2). Muito embora esta leitura sugira um arrefecimento do setor, outros indicadores, como os *nowcasts* regionais da Fed, continuam a apontar para um crescimento dinâmico no 3T entre 0,6% e 0,9% em cadeia. Contudo, outra preocupação para a Fed vem da componente de preços pagos, que subiu 0,2 para 69,4, apontando para pressões persistentes sobre a inflação. Mesmo assim, alguns inquiridos apontaram para uma certa estabilização dos custos e para a normalidade das cadeias de abastecimento, o que poderá moderar os riscos inflacionistas se esta tendência se consolidar nos próximos meses.

Mercados financeiros

Os mercados financeiros fecharam a semana com um tom misto, num ambiente marcado pela falta de referências oficiais nos EUA devido à paralisação do Governo, pela persistente incerteza política em França e por algum abrandamento das tensões geopolíticas no Médio Oriente. Nas obrigações, as *yields* soberanas dos EUA recuperaram ligeiramente numa semana em que as atas do FOMC de setembro foram mais *hawkish* do que o esperado, com a maioria dos membros a considerarem adequados novos cortes este ano devido à fraqueza do mercado de trabalho, mas também a salientarem os riscos ascendentes para as suas previsões de inflação. Na Zona Euro, as obrigações soberanas a 10 anos mantiveram-se estáveis, tal como os prémios periféricos, após uma ligeira subida do prémio francês devido ao colapso prematuro do gabinete do novo Governo. Este movimento foi invertido no final da semana com a notícia de um possível acordo para aprovar o orçamento. No que respeita às bolsas, a Europa apresentou um tom misto, com ganhos no DAX e no PSI-20; enquanto nos EUA, o Nasdaq registou os ganhos mais fortes. O Nikkei japonês também se destacou, contrastando com a fraqueza do iene, em um movimento motivado pela nomeação de uma nova líder no principal partido da coligação governamental que, caso se torne primeira-ministra, deverá empreender uma maior despesa orçamental, com as consequências que isso pode ter para o crescimento económico e a sustentabilidade da dívida do país. No mercado cambial, o euro também enfraqueceu face ao dólar, afetado pela queda dos dados da produção industrial e das exportações alemãs e pela incerteza política francesa. Nas matérias-primas, o petróleo recuperou, na sequência do acordo da OPEP+ sobre um aumento modesto da produção, reduzindo os receios de excesso de oferta, enquanto o ouro prolongou ligeiramente a sua já longa ascensão.

O BCE realça o valor da opção «esperar para ver». Depois de não ter mexido nas taxas de juro na sua última reunião de setembro (a taxa de juro *depo* está em 2,00% desde junho), o BCE reforçou a sua intenção de não se comprometer com qualquer trajetória futura para as taxas e de tomar decisões «reunião a reunião» e «de acordo com a evolução dos dados». A ata da reunião, publicada esta semana, mostra como esta estratégia é influenciada pelo ambiente de incerteza. Muito embora as atas reflitam uma visão um pouco mais positiva das perspetivas para a economia da Zona Euro, destacando a resiliência da procura interna, a inflação dentro do objetivo e uma melhoria no equilíbrio dos riscos, também observam que o ambiente empresarial global permanece volátil. Além disso, as atas sublinham a dificuldade de quantificar a probabilidade e o impacto de muitos dos riscos e observam que será necessário tempo para visualizar e clarificar os efeitos económicos das tarifas estabelecidas pelos EUA, nos seus acordos comerciais. Assim, vários membros consideram que predominam os riscos negativos para a inflação (valorização do euro, tensões comerciais, incerteza, reorientação do comércio da China, etc.), enquanto outros defendem a prevalência dos riscos positivos (resiliência da economia, perturbação das redes de produção mundiais devido às tarifas, fragmentação das cadeias de abastecimento, pressões inflacionistas nos EUA, expansão fiscal na Europa, etc.). Perante este misto de resiliência dos

dados de atividade e de incerteza, as atas indicam que o BCE «não vê pressão imediata para alterar as taxas de juro» e, embora também considere que o cenário atual «é suscetível de se alterar materialmente em algum momento», nota que é difícil saber quando e em que direção, reiterando assim «o valor da opção de esperar para ver». Assim, tudo continua a apontar para que o BCE mantenha as taxas inalteradas nos próximos meses, e os mercados estão a avaliar em mais de 90% a probabilidade de a taxa *depo* se manter em 2,00% nas próximas reuniões de 30 de outubro e 18 de dezembro.

As atas da Fed revelam as divisões no FOMC. As atas da reunião do FOMC de 16 e 17 de setembro refletem a preocupação contínua do Fed com a inflação, embora tenha decidido reduzir as taxas de juro para mitigar os riscos crescentes no mercado de trabalho. Os participantes concordaram que os riscos de deterioração do emprego tinham aumentado e apelaram a um ajustamento da política monetária. No entanto, alguns membros consideraram adequado manter a taxa dos *fed funds* e ser cautelosos quanto a uma flexibilização excessiva. A Comissão registou sinais de arrefecimento do emprego, tais como a concentração do crescimento do emprego em alguns setores e uma menor rotação da mão de obra, o que poderia indicar um abrandamento mais amplo. De um modo geral, as discussões sugerem uma vontade de efetuar alguns cortes adicionais como medida de «segurança», mas com alguns membros ainda relutantes em fazer mais alterações. Foi ainda discutida a evolução do balanço da Reserva Federal: salientou-se a necessidade de estar atento aos níveis de reservas bancárias, que poderão cair para cerca de 2,8 biliões de dólares até ao 1T 2026 (de um pico de 4,2 biliões de dólares entre 2021 e 2022), marcando o possível fim da redução do balanço. Em geral, o tom foi cauteloso, com ênfase no equilíbrio entre a inflação e os riscos para o emprego.

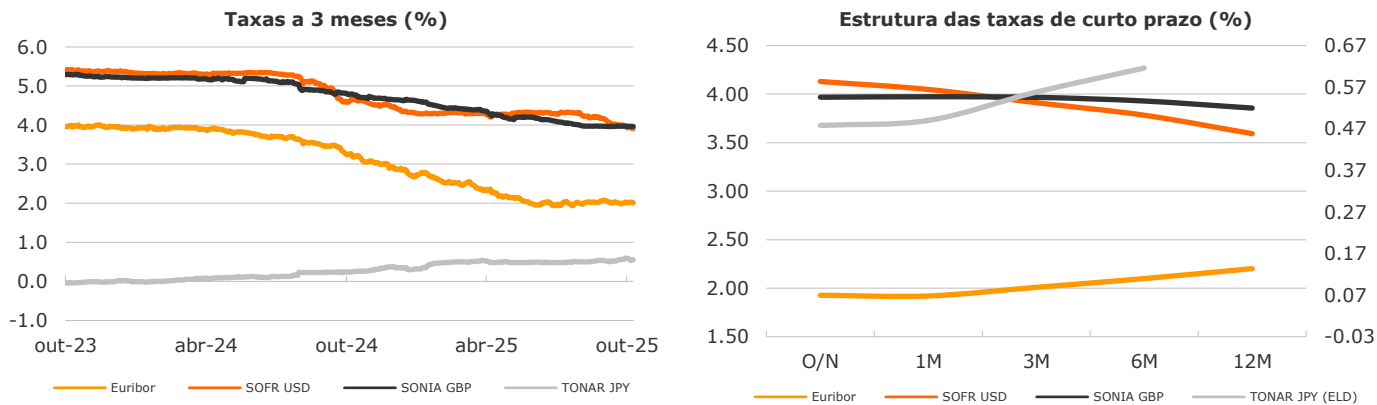
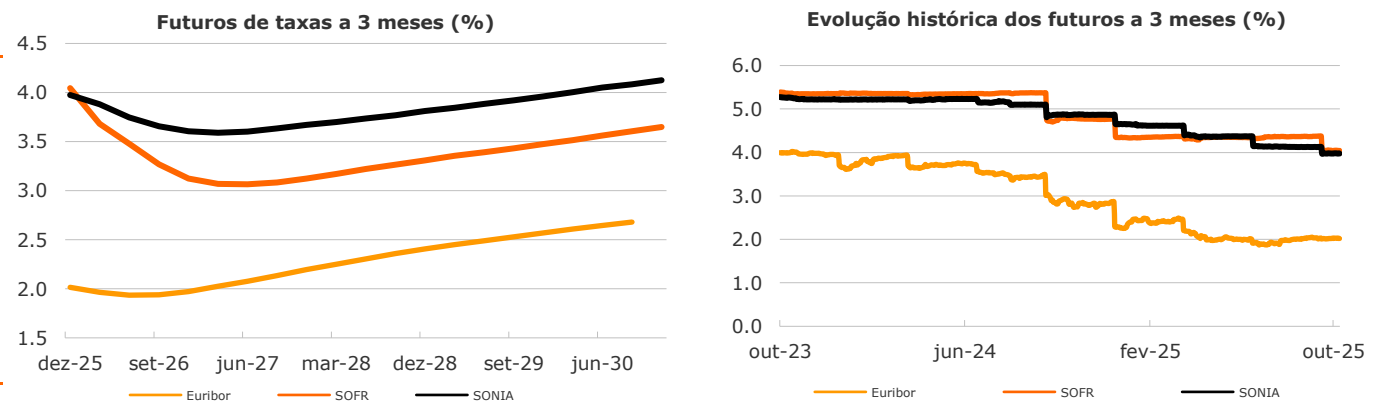
		9-10-25	3-10-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,03	2,02	0	-69	-116
	EUA (Libor)	3,93	3,94	-1	-38	-73
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,21	2,22	-2	-25	-58
	EUA (Libor)	3,60	3,58	+2	-58	-55
Taxas 2 anos	Alemanha	2,00	2,02	-2	-8	-23
	EUA	3,59	3,58	+1	-65	-37
Taxas 10 anos	Alemanha	2,70	2,70	0	33	44
	EUA	4,14	4,12	2	-43	8
	Espanha	3,24	3,23	1	18	25
	Portugal	3,10	3,09	1	25	34
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	54	53	1	-15	-19
	Portugal	40	39	0	-8	-10
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.735	6.716	0,3%	14,5%	16,5%
Euro Stoxx 50		5.626	5.652	-0,5%	14,9%	13,2%
IBEX 35		15.585	15.585	0,0%	35,1%	33,7%
PSI 20		8.230	8.115	1,4%	29,1%	23,1%
MSCI emergentes		1.376	1.374	0,1%	27,9%	18,9%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,156	1,174	-1,5%	11,7%	5,8%
EUR/GBP	libras por euro	0,869	0,871	-0,2%	5,1%	3,8%
USD/CNY	yuan por dólar	7,130	7,122	0,1%	-2,3%	0,8%
USD/MXN	pesos por dólar	18,394	18,399	0,0%	-11,7%	-5,5%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		105,7	105,4	0,3%	7,0%	5,1%
Brent a um mês	\$/barril	65,2	64,5	1,1%	-12,6%	-17,9%
Gas n. a um mês	€/MWh	32,4	31,4	2,9%	-33,8%	-19,7%

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

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo**Quadro de política monetária**

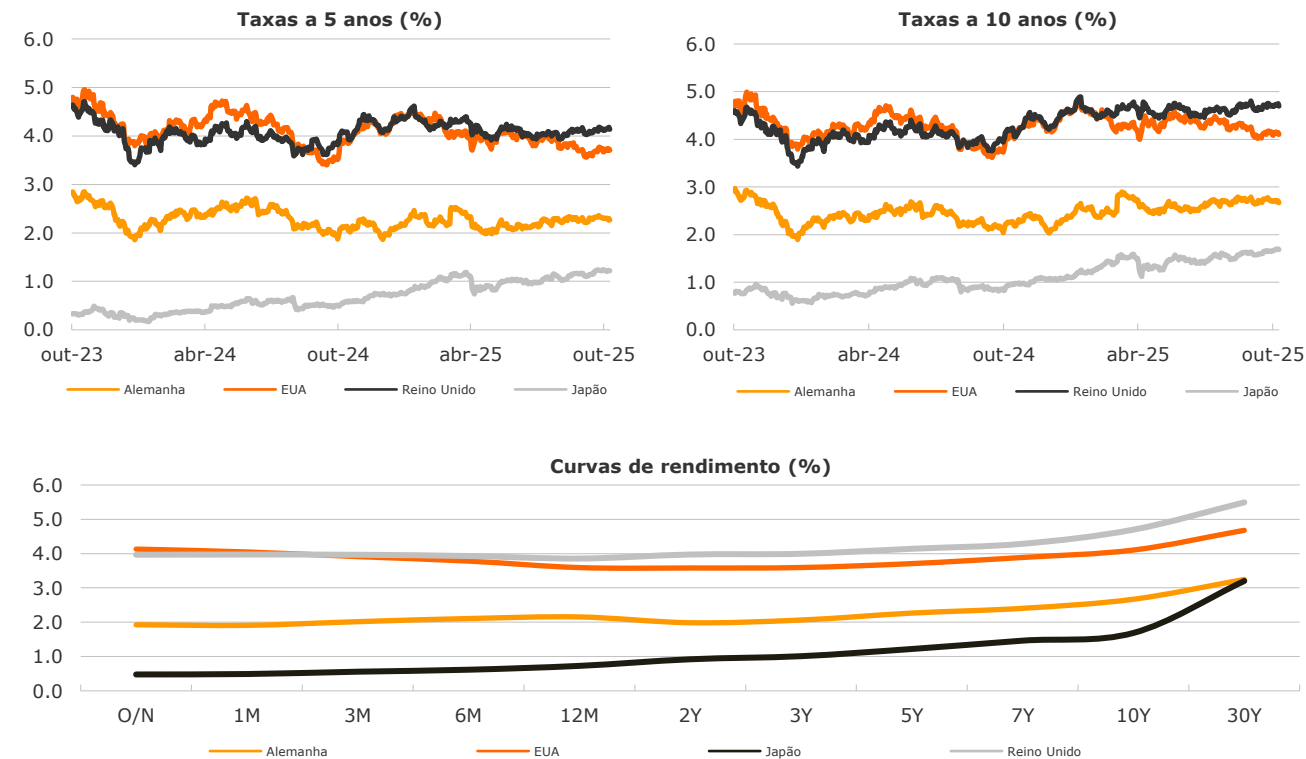
	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026
BCE	2.15%	5 jun 25 (-25 p.b.)	30-out	0 p.b.	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
Fed*	4.25%	17 set 25 (-25 p.b.)	29-out	-25 p.b.	4.25%	3.75%	3.50%	3.25%
BoJ**	0.50%	24 jan 25 (+25 p.b.)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

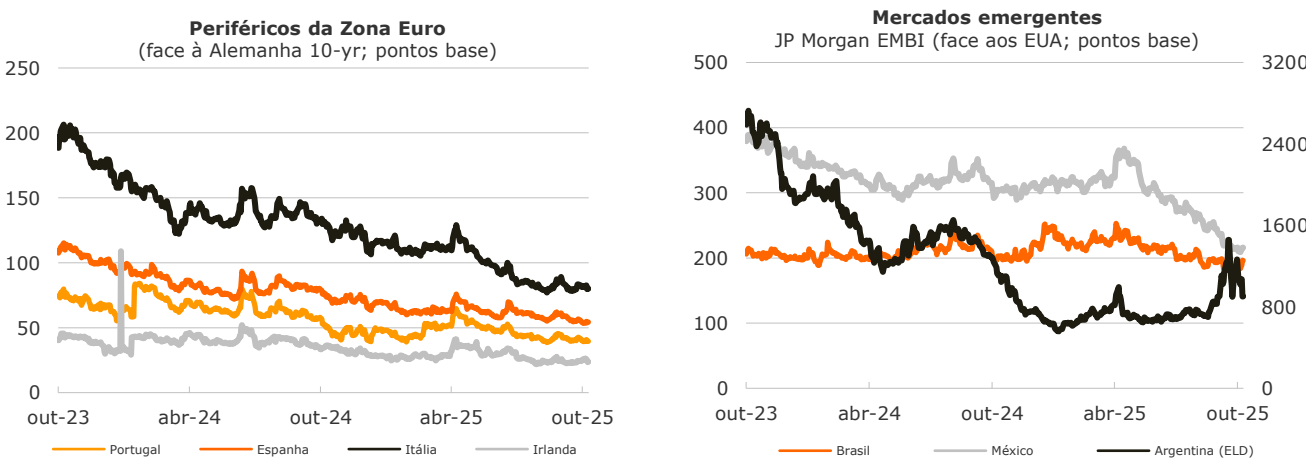
Dívida Pública

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	1.99%	3.3	3.58%	3.7	3.97%	3.2	2.00%	3.3
5 anos	2.27%	4.0	3.71%	11.3	4.14%	8.4	2.39%	1.0
10 anos	2.67%	1.7	4.10%	5.6	4.70%	6.4	3.07%	-0.8
30 anos	3.25%	-2.7	4.68%	-1.8	5.49%	1.0	3.91%	-6.9

Spreads

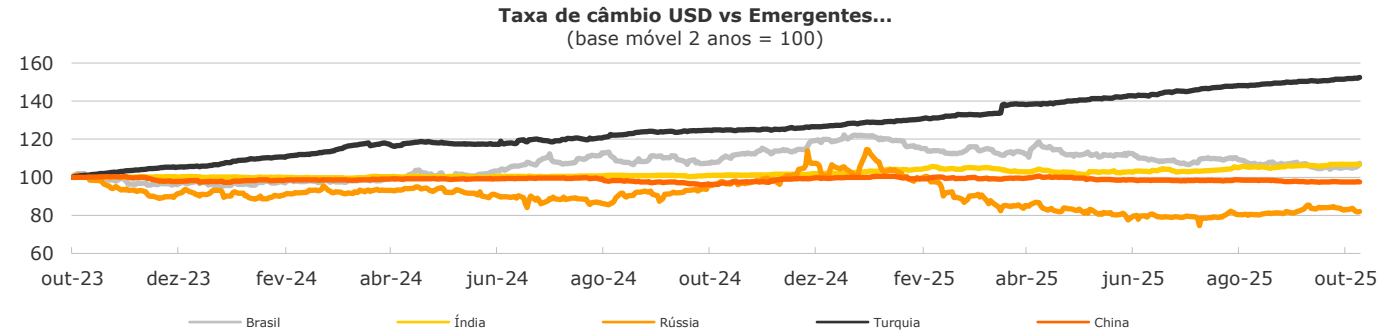
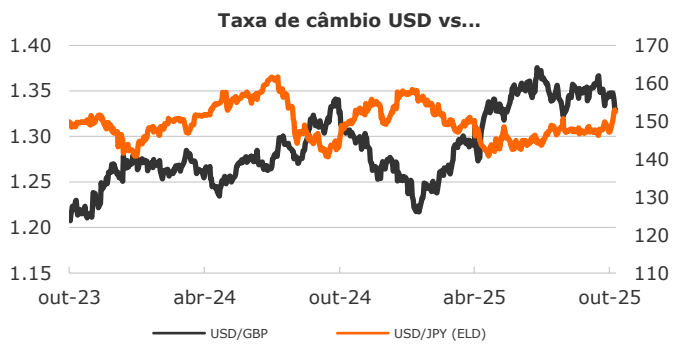
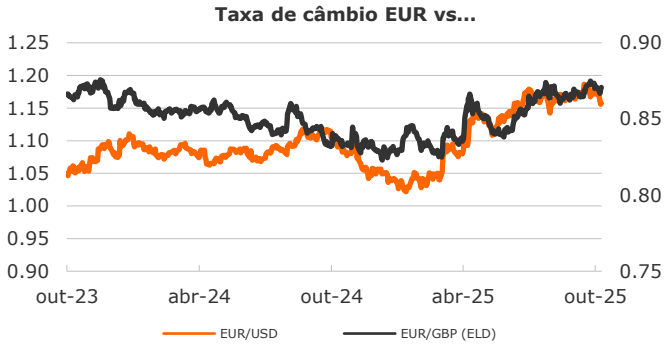


Mercado Cambial**Taxas de câmbio**

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...	USD	E.U.A.	1.157	-1.41%	-1.13%	11.84%	6.13%	1.19	1.01
	GBP	R.U.	0.871	-0.02%	0.75%	5.24%	3.99%	0.88	0.82
	CHF	Suiça	0.932	-0.16%	-0.30%	-0.79%	-0.37%	0.97	0.92
USD vs...	GBP	R.U.	1.33	-1.39%	-1.81%	6.17%	1.96%	1.38	1.21
	JPY	Japão	152.62	3.47%	3.56%	-3.02%	2.48%	158.87	139.89
Emergentes	CNY	China	7.12	0.02%	0.02%	-2.42%	0.60%	7.35	7.06
	BRL	Brasil	5.45	2.01%	0.79%	-11.72%	-2.53%	6.53	5.17

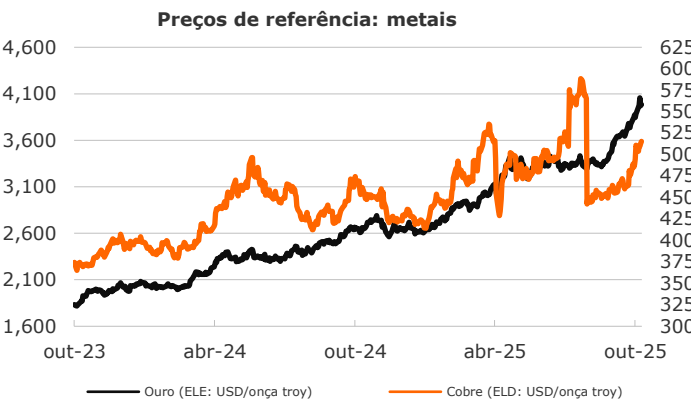
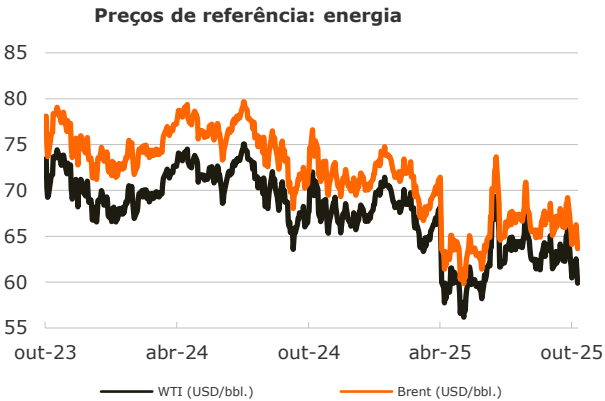
Taxas de câmbio efetivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR			103.9	-0.51%	-0.06%	6.12%	4.27%	104.70	97.18
USD			128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-

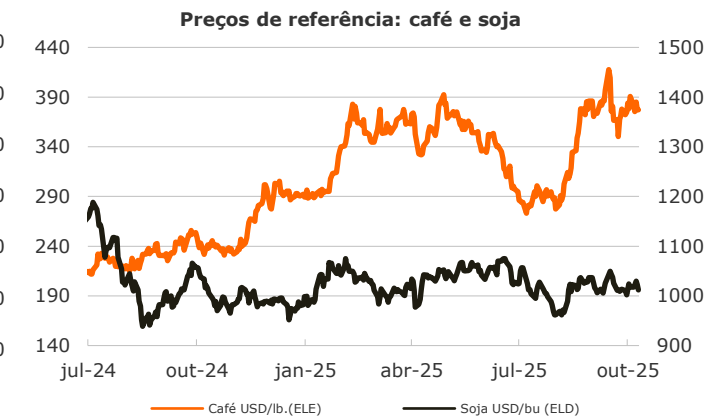
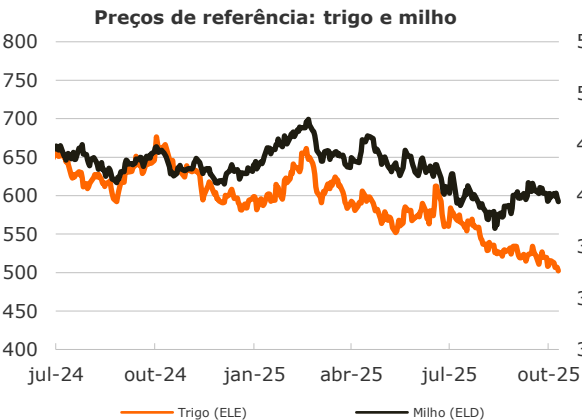
**Taxas de câmbio forward**

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.157	0.871	7.468	11.706	0.932	152.620	0.805	1.329
Tx. forward 1M	1.159	0.872	7.466	11.725	0.930	152.107	0.802	1.329
Tx. forward 3M	1.163	0.875	7.461	11.765	0.927	151.219	0.797	1.329
Tx. forward 12M	1.177	0.888	7.443	11.939	0.913	147.961	0.775	1.326
Tx. forward 5Y	1.233	0.948	-	12.631	0.839	134.059	0.681	1.301

Fonte: Bloomberg

Commodities**Energia & metais**

	10-out	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	59.9	-1.6%	-5.5%	2.9%	59.4	59.3	61.0
Brent (USD/bbl.)	63.6	-1.4%	-5.2%	3.0%	63.0	63.2	64.2
Gás natural (EUR/MWh)	32.90	-3.7%	0.9%	-2.4%	3.8	4.0	3.8
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,983.4	2.6%	9.3%	52.1%	4,004.1	4,151.4	4,222.8
Prata (USD/ onça troy)	50.6	5.3%	22.9%	63.4%	48.4	50.0	49.9
Cobre (USD/MT)	515.2	0.8%	11.6%	15.0%	515.2	527.6	534.8

Agricultura

	10-out	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	415.5	-0.9%	-0.4%	-8.6%	415.5	443.3	476.0
Trigo (USD/bu.)	502.5	-2.5%	-2.5%	-14.9%	502.5	557.3	603.8
Soja (USD/bu.)	1,011.8	-0.6%	0.6%	-1.7%	1,011.8	1,054.8	1,086.5
Café (USD/lb.)	377.2	-3.5%	-2.5%	13.4%	377.2	324.9	297.0
Açúcar (USD/lb.)	16.2	-1.5%	-2.1%	-11.8%	15.8	15.6	15.8
Algodão (USD/lb.)	64.2	-1.7%	-3.7%	-6.0%	68.1	68.0	68.7

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	24,582	9-out	24,771	7-abr	18,490	0.8%	28.0%	23.5%
França	CAC 40	8,013	3-mar	8,258	7-abr	6,764	-0.8%	6.3%	8.6%
Portugal	PSI 20	8,247	9-out	8,274	7-abr	6,194	1.6%	23.3%	29.3%
Espanha	IBEX 35	15,665	8-out	15,733	13-nov	11,295	0.5%	34.4%	35.1%
R. Unido	FTSE 100	9,495	8-out	9,577	7-abr	7,545	0.0%	15.3%	16.2%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,615	2-out	5,675	7-abr	4,540	-0.6%	13.0%	14.7%
EUA									
	S&P 500	6,750	9-out	6,765	7-abr	4,835	0.5%	16.8%	14.8%
	Nasdaq Comp.	23,066	10-out	23,063	7-abr	14,784	1.3%	26.2%	19.4%
	Dow Jones	46,466	3-out	47,050	7-abr	36,612	-0.6%	9.4%	9.2%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	48,089	9-out	48,597	7-abr	30,793	5.1%	21.4%	20.5%
Singapura	Straits Times	3,611	10-out	3,618	9-abr	2,285	6.6%	39.0%	50.5%
Hong-Kong	Hang Seng	26,290	2-out	27,382	13-jan	18,671	-3.7%	23.7%	31.1%
Emergentes									
México	Mexbol	60,910	1-out	63,183	30-dez	48,770	-1.7%	16.3%	23.0%
Argentina	Merval	1,924,930	7-jan	2,867,775	19-set	1,635,451	6.4%	8.0%	-24.0%
Brasil	Bovespa	141,619	30-set	147,578	14-jan	118,223	-1.8%	8.6%	17.7%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	10,722	26-ago	11,605	5-nov	8,567	-1.3%	19.6%	9.1%

