

Economia portuguesa

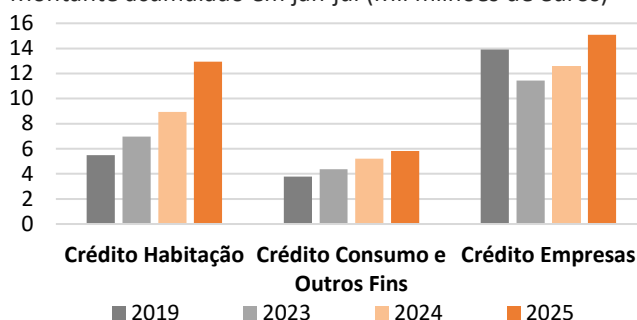
Os dados de atividade do 3T25 continuam com pendor favorável. O volume de negócios no comércio aumentou 3,5% em termos homólogos em julho (-1,2 p.p. relativamente ao mês anterior), motivado principalmente pelo comércio a retalho, que cresceu 6,2% (+0,4 p.p.) por via dos produtos não alimentares (6,3%, +0,5 p.p.). Já o comércio por grosso registou um abrandamento significativo, crescendo 0,8% em julho (-2,7 p.p.) e justificando a desaceleração verificada. De forma semelhante, o índice de produção industrial apresentou uma variação homóloga de 2,3% (-0,7 p.p. face a junho), impulsionado pelos aumentos verificados nos bens intermédios (2,5%, +2,9 p.p.) e de investimento (3%, +1,4 p.p.), mas pressionado pelos bens de consumo (-4,1%, -4,8 p.p.). O contributo da energia para a dinâmica industrial continua a ser relevante, mas registando uma desaceleração em termos homólogos (16,1%, -3,9 p.p.).

O montante de dívida pública aumentou pelo 8º mês consecutivo em julho. Mais concretamente, a dívida na ótica de Maastricht aumentou 998 milhões de euros face ao mês anterior, atingindo quase 288.000 milhões de euros. Este incremento é explicado pelo aumento de dívida por via de títulos e certificados de aforro. Em percentagem do PIB, e como valor indicativo, estimamos que a dívida terá aumentado de 94,9% no final de 2024 para cerca de 96% em julho.

A concessão de crédito ao sector privado não financeiro regista o melhor período desde o início da série histórica. De facto, os novos empréstimos concedidos a particulares e sociedades não financeiras cresceram 26,6% homólogo no acumulado dos primeiros 7 meses do ano, colocando o montante concedido (de quase 33.850 milhões de euros) no nível mais elevado desde 2014 (início da série corrigida de renegociações de crédito). O principal contributo decorre das novas operações para compra de casa, com um crescimento de 44,7% homólogo e um contributo de 15 p.p. para o crescimento do novo crédito ao sector privado não financeiro. Neste ponto, destaca-se o peso dos mais jovens e das medidas fiscais de apoio à aquisição da primeira habitação (em julho, representaram quase 60% do crédito para habitação própria e permanente, de acordo com o Banco de Portugal). Também o crédito concedido às SNF tem registado um dinamismo surpreendente: o aumento de 19,8% homólogo coloca o período janeiro-julho de 2025 com o melhor registo desde 2015 (excluindo o período da pandemia).

Portugal: novas operações de crédito

Montante acumulado em jan-jul (Mil milhões de euros)



Nota: Crédito ajustado de renegociações.

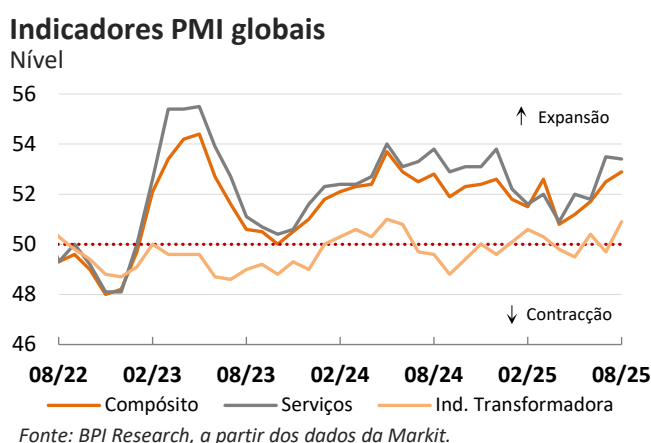
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal e BCE.

Economia internacional

A incerteza tarifária nos EUA reaparece por via legal. A decisão do tribunal federal de recurso, que em junho suspendeu temporariamente uma decisão do Tribunal de Comércio Internacional, foi proferida: por 7 votos contra 4, confirmou que as tarifas estabelecidas ao abrigo do International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) violam as competências do Congresso. Esta decisão não afeta as tarifas setoriais sobre alumínio, aço e automóveis, mas sim as tarifas bilaterais gerais, que explicam a maior parte do aumento na taxa média efetiva desde fevereiro (estimamos que 11 dos 14 pp). Nos termos da decisão judicial, as tarifas permanecerão em vigor até 14 de outubro, prazo durante o

qual as partes podem solicitar ao Supremo Tribunal a revisão do caso. A probabilidade de que tal pedido seja aceite é elevada, o que prolongaria a vigência das tarifas até à emissão de uma sentença definitiva, sem possibilidade de recurso. Na deliberação, o cenário mais provável é que o Supremo Tribunal Federal – onde o Partido Republicano mantém uma maioria de 6 a 3 – decida a favor da Administração Trump. Caso contrário, existem vias legais alternativas para manter um nível de protecionismo comercial semelhante ao atual, embora a sua implementação completa possa demorar de 6 a 12 meses. O panorama fiscal pode ser ainda mais complicado devido a uma possível recuperação retroativa do que foi cobrado até à data (o Gabinete de Orçamento do Congresso prevê 200 mil milhões de dólares no ano fiscal que termina em setembro, contra 80 mil milhões no ano anterior).

Em agosto, o crescimento económico mundial aumentou fortemente, embora haja dúvidas no horizonte. Assim, o PMI composto para a atividade global subiu pelo quarto mês consecutivo para 52,9 (mais quatro décimas de ponto do que em julho), o seu nível mais elevado em 14 meses. A expansão contínua do crescimento foi observada tanto no setor dos serviços como na indústria, embora tenha sido na indústria que o aumento das novas encomendas e da produção ganhou maior destaque. Relativamente a áreas geográficas, a Índia continuou a liderar o crescimento da produção, seguida dos EUA e da China, enquanto na Zona Euro o ritmo de crescimento foi mais moderado. Não obstante os bons dados de agosto, a confiança das empresas para os próximos meses atingiu um dos seus níveis mais baixos desde a pandemia, uma vez que as suas expectativas em relação a novas encomendas se deterioraram e a criação de emprego piorou, tudo isto num contexto de elevada incerteza comercial a nível global.



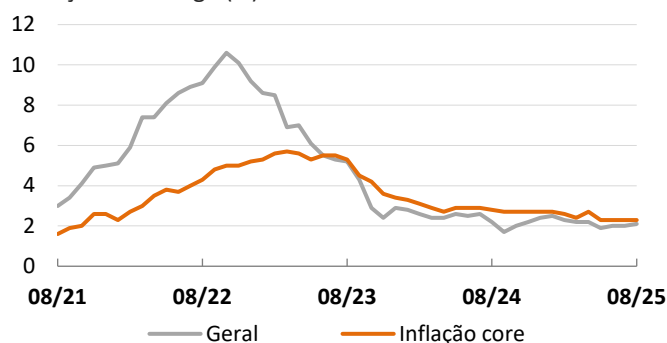
Os sinais de um arrefecimento gradual do mercado de trabalho dos EUA estão a aumentar. Em julho, o relatório JOLTS mostrou uma queda mensal de 2,4% nas ofertas de emprego - o nível mais baixo em 10 meses – deixando o rácio de vagas por desempregado em praticamente 1 (0,99, para ser exato), o mais baixo desde 2021. A diminuição das ofertas de emprego concentrou-se nos setores da saúde e da assistência social, reforçando a tendência observada nos dados do emprego de julho (onde se verificou uma grande revisão na criação de postos de trabalho e que também se concentrou nestes setores). Outros indicadores do mercado de trabalho também refletem esta deterioração, com o relatório ADP sobre o emprego privado para agosto a refletir uma criação de emprego inferior à esperada e uma moderação no crescimento dos salários. Tal é também sugerido pelo *Beige Book* da Reserva Federal, onde os diferentes bancos regionais descrevem um quadro de crescimento modesto e estável, com «pouca ou nenhuma» alteração no emprego. A fraca performance foi comprovada no relatório do emprego de agosto, que revelou a criação de 22 mil postos de trabalho, menos que as expectativas e consideravelmente menos que em julho, entretanto revisto para 75 mil. A taxa de desemprego aumentou para 4,3% (4,2% em julho). No domínio da atividade, os índices ISM prolongam o tom dos meses anteriores: um setor dos serviços dinâmico (índice de 52,0, um máximo de seis meses) e um setor da indústria transformadora fraco mas em melhoria (índice de 48,7 em comparação com 48,0 em julho).

Confirma-se que o crescimento da Zona Euro foi fraco no 2T. A revisão em baixa do crescimento alemão no 2T (-0,3% em cadeia vs. -0,1% inicialmente publicado) foi compensada pela revisão em alta do crescimento na Irlanda (+0,2% vs. -1,0%), confirmando que o crescimento da Zona Euro no 2T foi de 0,1% em cadeia, após 0,6% no 1T (0,3% se

excluíssemos a Irlanda), e sublinhando a fraqueza com que a região deve enfrentar o desafio de se adaptar a condições comerciais muito mais adversas com os EUA. Os indicadores de atividade sugerem ainda que esta fraqueza continuará no início do 3T: em julho, as vendas a retalho na Zona Euro caíram 0,5% em termos mensais e as encomendas à indústria na Alemanha desiludiram retrocedendo 2,9%, depois de terem caído 1,0% no acumulado dos dois meses anteriores. A inflação continua controlada neste contexto: em julho, a inflação global subiu 0,1 pp para 2,1%, com a inflação subjacente a repetir-se em 2,3% pelo quarto mês consecutivo (Ver [Nota Breve](#)).

Zona Euro: IPCA

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat.

No 2T 2025, os principais países emergentes continuaram a crescer, antes do impacto das tarifas de Trump. No período de abril a junho, a economia indiana cresceu 7,8% em termos homólogos (vs. 7,4% no 1T 2025), acima das expectativas, impulsionada pela força da produção industrial, da construção e da despesa pública. O PIB da Turquia também registou um forte crescimento, de 4,8% em termos anuais, contra 2,3% no 1T, graças ao ritmo notável de crescimento da procura interna. Finalmente, o PIB do Brasil situou-se em 2,2% em termos homólogos, moderando em relação aos 2,9% registados no 1T, devido ao abrandamento da despesa pública e ao aperto das condições monetárias. Contudo, apesar do bom desempenho destas economias, acreditamos que, durante o resto do ano, as suas taxas de crescimento poderão ser limitadas pela imposição de tarifas muito elevadas por parte dos EUA, como na Índia e no Brasil, bem como pela aplicação de políticas monetárias restritivas no Brasil e na Turquia.

Mercados financeiros

A semana foi volátil, com o foco posto nas rentabilidades das obrigações soberanas e nas próximas reuniões dos bancos centrais. Os mercados financeiros tiveram um desempenho misto, numa semana dominada por referências macroeconómicas relevantes e movimentos nos mercados de dívida pública. No início da semana, os receios quanto ao regresso da inflação e da disciplina fiscal desencadearam uma venda generalizada de obrigações soberanas, com as rentabilidades das obrigações japonesas e britânicas a atingirem níveis nunca vistos em 20 anos e as rentabilidades dos EUA a 30 anos a aproximarem-se dos 5%. A inflação de agosto na Zona Euro foi mista entre os países (Ver [Nota Breve](#)), embora, de um modo geral, tenha permanecido próxima do objetivo do BCE, reforçando a expectativa de que não haverá qualquer alteração na reunião da próxima semana (o próximo corte está previsto para março de 2026). Os mercados acionistas europeus fecharam a semana com perdas, enquanto as rentabilidades soberanas recuperaram na primeira parte da semana, apenas para corrigir após a melhoria do sentimento dos investidores, embora tenham fechado acima dos níveis da semana anterior. O prémio de risco francês desceu em relação aos máximos recentes, na sequência da declaração de Macron de que tentará evitar eleições antecipadas, embora a situação política seja muito complicada. Nos EUA, os dados relativos às despesas pessoais e o indicador de inflação preferido da Fed (PCE subjacente em 2,9% em termos homólogos) aumentaram as expectativas de uma descida das taxas em setembro (o mercado desconta-a com uma probabilidade de 98%), reforçadas pelas declarações *dovish* dos governadores da Fed (Waller e Williams) e pelo arrefecimento do mercado de trabalho nos dados emergentes. As *yields* da curva da dívida

norte-americana caíram em toda a linha durante a semana e os mercados acionistas dos EUA terminaram a semana com ligeiras descidas ou estáveis. Em termos cambiais, o euro enfraqueceu ligeiramente face ao dólar e fechou a semana em cerca de 1,16. Quanto às matérias-primas, o petróleo esteve volátil, subindo após as sanções dos EUA contra o Irão, mas depois caindo devido ao aumento das existências nos EUA e aos rumores de que a OPEP+ poderá concordar com um aumento da produção em outubro, na sua reunião de domingo. O Brent fechou a semana em baixa de 2,5%, a cerca de 67 dólares por barril.

O BCE está confortável onde está. Ao que tudo indica, na sua reunião de 11 de setembro, o BCE manterá as taxas nos níveis atuais (depo a 2,00%). Os mercados financeiros estão a avaliar uma probabilidade de 99% de não haver alterações e as últimas mensagens do BCE sugerem que o banco central considera que a política monetária está numa boa posição e tem pouca inclinação para a alterar a curto prazo (tal como foi referido nas atas de julho, o BCE «afirma o valor de manter as taxas e esperar»). Muito embora, há alguns meses, a redução da taxa de juro estivesse prevista para setembro (há dois meses, os mercados atribuíam-lhe uma probabilidade de 50%-60%), as expetativas foram reajustadas face à resiliência da atividade (ancorada numa dinâmica modesta, mas resiliente), a dados sobre a inflação sustentadamente dentro do objetivo (e com alguns indicadores subjacentes ainda um pouco acima de 2%) e à redução (não eliminação) da incerteza na sequência dos acordos comerciais do verão. Esta dinâmica reduziu a pressão para que o BCE reduza mais as taxas a curto prazo. Não obstante, o cenário é exigente e, mesmo que a incerteza sobre o nível das tarifas seja reduzida, a incerteza sobre o seu impacto na atividade económica e na inflação continua por resolver. Neste contexto, a atualização do quadro macroeconómico da Zona Euro a apresentar pelo BCE será um primeiro passo para digerir as consequências económicas das tarifas e iluminar o debate e a orientação da política monetária nos próximos trimestres (Ver [Nota Breve](#)).

		4-9-25	29-8-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,08	2,06	2	-64	-161
	EUA (Libor)	4,15	4,17	-2	-16	-111
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,19	2,12	+7	-27	-129
	EUA (Libor)	3,77	3,77	+0	-41	-100
Taxas 2 anos	Alemanha	1,96	1,94	+2	-12	-67
	EUA	3,59	3,62	-3	-65	-84
Taxas 10 anos	Alemanha	2,72	2,72	0	35	30
	EUA	4,16	4,23	-7	-41	-8
	Espanha	3,31	3,33	-2	24	6
	Portugal	3,14	3,18	-4	29	8
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	59	61	-2	-11	-24
	Portugal	42	46	-4	-6	-22
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.502	6.460	0,6%	10,5%	20,4%
Euro Stoxx 50		5.347	5.352	-0,1%	9,2%	11,1%
IBEX 35		14.918	14.936	-0,1%	29,3%	33,8%
PSI 20		7.749	7.760	-0,1%	21,5%	15,3%
MSCI emergentes		1.262	1.258	0,2%	17,3%	17,5%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,165	1,169	-0,3%	12,5%	7,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,867	0,866	0,2%	4,8%	2,7%
USD/CNY	yuan por dólar	7,142	7,131	0,2%	-2,2%	-1,5%
USD/MXN	pesos por dólar	18,740	18,656	0,4%	-10,0%	1,6%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		102,8	102,8	0,0%	4,1%	6,3%
Brent a um mês	\$/barril	67,0	68,1	-1,7%	-10,2%	-18,7%
Gas n. a um mês	€/MWh	32,4	31,6	2,5%	-33,7%	2,0%

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