

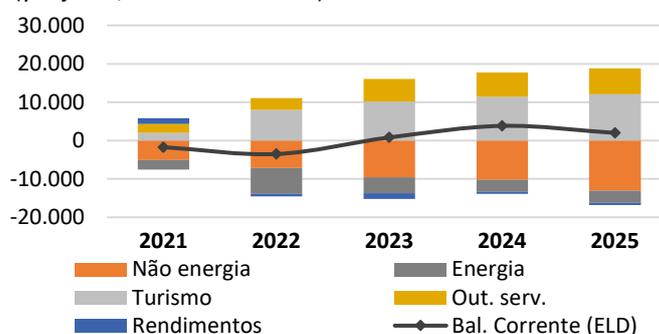
Economia portuguesa

Preços na produção industrial continuam em queda, e mais acentuada. A redução homóloga do Índice de Preços da Produção Industrial foi de -4,3% em agosto (-3,7% em julho), sustentada pelo decréscimo nos preços da energia (-9,1%, -1,6 p.p. face a julho) e dos bens intermédios (-4,9%, -1,0 p.p.). Por outro lado, os bens de consumo e os bens de investimento apresentaram uma variação homóloga idêntica à do mês anterior (-3,8% e 1,9%, respetivamente -0,1 p.p. e +0,1 p.p.). Em termos mensais, o índice de preços caiu -0,6% em agosto (0,1% em julho), também por via dos bens intermédios (-1,2%) e da energia (-1,1%).

A balança corrente registou um excedente de 1.983 milhões de euros nos primeiros 7 meses do ano, equivalente a 1,1% do PIB, abaixo dos 2,3% do PIB no período homólogo. A principal razão por detrás do encolhimento de excedente externo é a deterioração da balança de bens não energéticos, num período em que a atividade turística apresenta a tendência para normalizar os seus fluxos, refletindo-se em avanços mais marginais no excedente turístico, que até julho foi de 6,9% do PIB, apenas mais 1 décima do que no período homólogo.

Portugal: Balança corrente

(ytd julho, milhões de euros)



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

Os encargos com a prestação mensal no crédito à habitação continuam em trajetória descendente. De facto, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação diminuiu pelo 19º mês consecutivo em agosto (-0,08 p.p.), para 3,307%, o que representa a taxa mais baixa desde abril de 2023. Neste contexto, a prestação média mensal está nos 394 euros (inalterada face ao mês anterior), enquanto o capital médio em dívida soma um novo máximo histórico em agosto, de 72.862 euros. Entretanto, as subscrições de produtos de retalho de dívida pública portuguesa (nomeadamente, Certificados do Tesouro e Certificados de Aforro) desaceleraram: no caso dos CTs as subscrições continuam com sinal negativo (-158 milhões), enquanto no caso dos CAs verificou-se uma desaceleração, com as subscrições líquidas a atingirem os 267 milhões de euros (face a 343 milhões no mês anterior).

Economia internacional

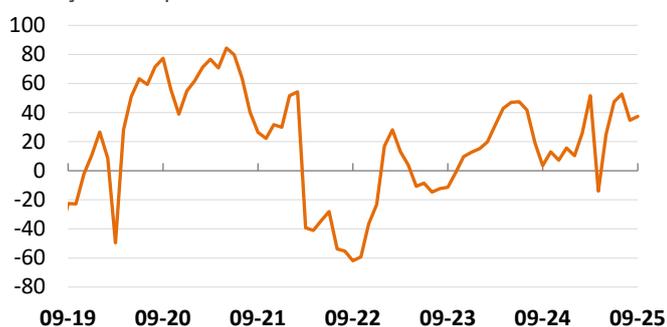
Passado um ano do relatório Draghi, é necessário fazer um balanço do progresso na implementação das suas recomendações. A Europa está a progredir, mas necessita de mais integração, agilidade e ambição para manter a sua competitividade global. Esta semana, numa conferência realizada para avaliar os progressos na implementação do plano Draghi, a presidente da Comissão destacou os avanços em tecnologias estratégicas, como a supercomputação, a transição energética para a descarbonização, a diversificação dos parceiros comerciais e o impulso à despesa em defesa. Contudo, Mario Draghi alertou que não há tempo para complacência: o mundo não espera e a velocidade é fundamental. Entre as prioridades, destacou a necessidade de eliminar barreiras regulatórias que impedem a inovação, harmonizar normas para reduzir custos e concentrar recursos em projetos de grande impacto. Insistiu também em reduzir o custo da energia, melhorar as interligações e acelerar a eletrificação dos transportes e da indústria. Relativamente à autonomia, solicitou maior coordenação nas ajudas estatais, regras comuns em matéria de

contratação e uma revisão antecipada do quadro de concorrência para ganhar escala em setores estratégicos, como as tecnologias duais. Quanto à governança da mudança, Draghi encerrou com uma mensagem clara: a regulamentação é o instrumento mais rápido para agir e, na ausência de uma estrutura federal, a cooperação reforçada entre os países será essencial. De acordo com o estudo do *European Policy Innovation Center* (EPIC), apresentado no Parlamento Europeu pelo *think-tank*, até hoje foram implementadas na íntegra 11% do total de 383 recomendações do relatório (31% se incluirmos as que registam um avanço parcial).

A confiança empresarial na Alemanha continua fraca. Em setembro, o índice de confiança empresarial ZEW recuperou ligeiramente da queda significativa sofrida no mês anterior, com uma percentagem dos inquiridos que antecipam melhorias na situação económica a subir apenas 2 pp, para 47,4%, enquanto aqueles que esperam que a situação permaneça inalterada diminuíram 1,6 pontos, para 42,5%. Tal comportamento reflete a elevada incerteza que ainda persiste sobre o impacto das tarifas dos EUA e sobre a magnitude e extensão das «reformas de outono» prometidas pelo governo alemão. Setorialmente, verifica-se que os setores que registam as melhorias mais significativas são o automóvel e o químico e farmacêutico, setores que saem relativamente «bem situados» no novo regime tarifário (ser-lhes-á aplicada uma taxa de 15%, inferior à que outros países suportarão), embora a percentagem de empresários que antecipa uma maior deterioração da sua situação continue a superar a dos que acreditam que irá melhorar. Em contrapartida, a produção industrial da Zona Euro cresceu 0,3% em julho, em comparação com o mês anterior, após uma queda de 0,6%, mas ainda é muito cedo para apostar numa mudança de tendência num setor que enfrenta importantes desafios estruturais: a produção industrial está praticamente no mesmo nível em que se encontrava antes da pandemia.

Alemanha: Índice de sentimento económico ZEW

Balanco de respostas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do ZEW alemão.

A economia norte-americana apresenta sinais de resiliência. Os dados mais recentes sobre vendas a retalho e produção industrial nos EUA reforçam a visão de que a economia mantém o tom positivo no 3T. No mês de agosto, as vendas a retalho surpreenderam com um sólido avanço de 0,6% em relação ao mês anterior, igual ao registado em julho (vs. +0,2% previsto). O dinamismo foi amplo entre os setores, com destaque para o crescimento das vendas retalhistas pela Internet (+2,0%) e de vestuário e acessórios (+1,0%), enquanto os restaurantes e o lazer também demonstraram solidez. Estes dados sugerem que, apesar de um mercado de trabalho com sinais claros de desaceleração, o consumo privado permanece estável. A produção industrial, por sua vez, avançou 0,1% em relação ao mês anterior, com um desempenho melhor do que o esperado na indústria transformadora (+0,2%) e sinais de recuperação em setores como o dos veículos motorizados (+2,6%). O balanço anual ainda reflete um crescimento modesto (+0,9%), mas os dados recentes apresentam um tom mais positivo. Juntos, estes indicadores impulsionaram as projeções *nowcast* da Fed, que atualmente apontam para um crescimento do PIB no 3T na faixa de 0,5% a 0,8% trimestral.

A economia chinesa perde força no 3T. As vendas a retalho cresceram 3,4% em termos homólogos em agosto (vs. 3,7% em julho, 5,4% no 2T), à medida que o impulso gerado pelos incentivos fiscais à compra de bens de consumo duradouros se esgota. Os dados disponíveis também indicam um abrandamento nos serviços. Por outro lado, a produção industrial desacelerou, passando de 5,7% em julho para 5,2% em agosto (6,2% no 2T), enquanto a procura

externa modera. Quanto ao investimento fixo nas zonas urbanas, os dados revelam um abrandamento ainda mais rápido e registam um crescimento anual de apenas 0,5% de janeiro a agosto, contra 1,6% até julho (3,5% no primeiro semestre), um mínimo histórico. A fraqueza do investimento foi generalizada, na indústria transformadora, nas infraestruturas e no setor imobiliário. Muito embora parte do abrandamento observado durante o 3T se deva a fenómenos climáticos extremos, como ondas de calor e inundações, o crescimento no gigante asiático mostra sinais claros de enfraquecimento, o que poderá abrir espaço para novas medidas de estímulo por parte das autoridades chinesas.

Mercados financeiros

Depois de uma pausa de nove meses, a Fed baixou a taxa de juro em 25 pontos base para o intervalo 4,00%-4,25%. Este ajustamento reflete uma alteração no equilíbrio dos riscos entre os seus dois mandatos. O Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, afirmou que os riscos para uma baixa no emprego aumentaram, enquanto os riscos de uma inflação mais elevada e persistente, embora ainda presentes, diminuíram. Assim, Powell observou que já não pode descrever as condições de emprego como «sólidas», mas que o arrefecimento é evidente nos dados e que, embora parte dele seja o resultado de uma moderação na oferta de empregos devido às políticas de migração, a outra parte corresponde a uma menor procura. Tal leva a Fed a desviar a sua atenção da inflação para a necessidade de um maior apoio ao mercado de trabalho. Reconheceu também que, no que respeita à inflação, o cenário de base continua a ser o de que as tarifas irão gerar um aumento pontual e temporário dos preços, pelo que os riscos para uma inflação persistente diminuíram. O corte foi praticamente unânime, com exceção de um membro que solicitou um corte maior (50 p.b.). Para o futuro, as projeções do *dot plot* mostram um FOMC dividido, com 7 dos 19 membros a não preverem mais cortes este ano e 2 a preverem apenas mais um, o que contrasta com os outros 10, dos quais 9 prevêm mais dois cortes e 1 prevê 100 pontos base (dois cortes de 50 pontos base) nas próximas duas reuniões. Em relação a 2026, a dispersão é ainda maior e o eleitor mediano prevê apenas uma descida. Esta dispersão é um reflexo do panorama complexo com que se depara a Fed, que a pressiona em duas direções opostas. Portanto, as próximas decisões não são óbvias e, nesse sentido, Powell sublinhou que a política monetária não está numa trajetória definida e que as decisões continuarão a ser tomadas reunião a reunião e com base nos dados (Ver [Nota Breve](#)).

EUA: Previsões macroeconómicas da Fed

Previsões de setembro	2025		2026		2027		Longo prazo	
Crescimento do PIB	1,6	(1,4)	1,8	(1,6)	1,9	(1,8)	1,8	(1,8)
Taxa de desemprego	4,5	(4,5)	4,4	(4,5)	4,3	(4,4)	4,2	(4,2)
Inflação global	3,0	(3,0)	2,6	(2,4)	2,1	(2,1)	2,0	(2,0)
Inflação núcleo	3,1	(3,1)	2,6	(2,4)	2,1	(2,1)	--	--
Taxa de juro oficial	3,6	(3,9)	3,4	(3,6)	3,1	(3,4)	3,0	(3,0)

Notas: Entre parênteses, previsões de junho de 2025. PIB e inflação se expressam em variação homóloga a respeito do 4T. Inflação corresponde ao PCE. A taxa de desemprego corresponde à média do 4T.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

A semana foi marcada pela decisão da Fed e pela atividade de outros bancos centrais. Durante uma semana dominada por decisões de política monetária, os mercados financeiros estiveram mistos, com especial destaque para a reunião da Reserva Federal. Conforme esperado pelo mercado, a Fed reduziu a taxa de juro em 25 pontos base para 4,00%-4,25%. Embora o anúncio inicial tenha provocado a descida das *yields* dos *treasuries* e a subida das bolsas, o tom mais restritivo de Powell (insistiu que a política monetária não tem uma trajetória fixa e que as decisões continuarão a ser tomadas reunião a reunião) levou a uma correção posterior, com as rentabilidades das obrigações soberanas a subirem e os principais índices a fecharem em baixa. Os principais índices de ações dos EUA fecharam a semana em alta, enquanto as *yields* dos *treasuries* subiram. Na Zona Euro, as *yields* das obrigações soberanas também subiram durante a semana, enquanto os mercados bolsistas mostraram um tom misto, com quedas no DAX ou no IBEX

e subidas na bolsa francesa ou no Eurostoxx 50. Inicialmente, o dólar enfraqueceu face ao euro, que subiu para um máximo de quatro anos, mas depois corrigiu para níveis abaixo de 1,18. Não foi apenas a Reserva Federal que se reuniu esta semana, mas também o Banco do Japão, que manteve as taxas inalteradas (em 0,5%) e concordou em começar a desfazer a sua carteira de ETF. O Banco de Inglaterra manteve a taxa de referência em 4%, mas concordou em reduzir o ritmo de redução das detenções de *gilts* para 70.000 milhões de libras, em comparação com os 100.000 milhões de libras que estava a cortar desde que começou a reduzir o seu balanço em 2022. E o Norges Bank reduziu as taxas em 25 p.b. para 4% (o segundo corte no ciclo iniciado em junho), mas adotou um tom mais cauteloso para o futuro, prevendo agora uma taxa de juro mais elevada do que a esperada em junho. Nas matérias-primas, os preços do petróleo recuperaram durante a semana, impulsionados no início da semana pelos ataques ucranianos a infraestruturas petrolíferas russas críticas, mas foram corrigidos no final da semana pelo aumento das existências nos EUA e fecharam em cerca de 67,4 dólares por barril. O ouro atingiu novos máximos históricos perto dos 3.700 dólares por onça, impulsionado pelas expectativas de flexibilização monetária nos EUA, embora também tenha sido corrigido no final da semana.

		18-9-25	12-9-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,03	2,00	3	-69	-143
	EUA (Libor)	4,02	4,02	+0	-29	-73
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,16	2,17	-1	-30	-78
	EUA (Libor)	3,60	3,58	+2	-58	-25
Taxas 2 anos	Alemanha	2,01	2,02	-1	-7	-21
	EUA	3,56	3,56	+0	-68	-2
Taxas 10 anos	Alemanha	2,73	2,72	2	36	53
	EUA	4,10	4,06	4	-47	39
	Espanha	3,29	3,29	0	23	29
	Portugal	3,13	3,13	0	28	36
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	56	57	-2	-14	-24
	Portugal	40	41	-2	-8	-18
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.632	6.584	0,7%	12,8%	16,1%
Euro Stoxx 50		5.457	5.391	1,2%	11,5%	10,4%
IBEX 35		15.175	15.308	-0,9%	31,5%	28,8%
PSI 20		7.726	7.748	-0,3%	21,2%	15,0%
MSCI emergentes		1.346	1.326	1,5%	25,1%	22,3%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,179	1,173	0,5%	13,8%	5,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,870	0,865	0,5%	5,1%	3,5%
USD/CNY	yuan por dólar	7,112	7,125	-0,2%	-2,6%	0,7%
USD/MXN	pesos por dólar	18,360	18,439	-0,4%	-11,8%	-5,0%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		103,4	103,8	-0,4%	4,7%	5,6%
Brent a um mês	\$/barril	67,4	67,0	0,7%	-9,6%	-9,9%
Gas n. a um mês	€/MWh	33,0	32,7	0,9%	-32,6%	-0,4%

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

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

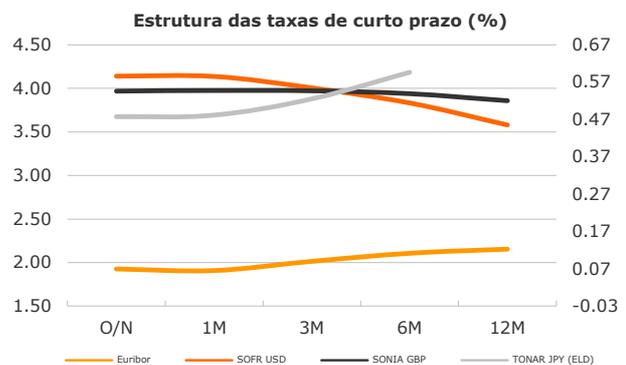
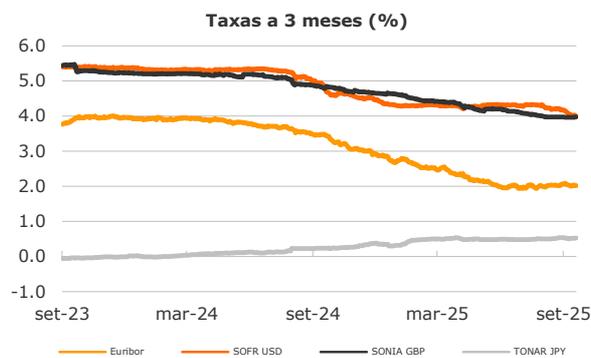
Quadro de política monetária

	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 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	-	-	-	-	-

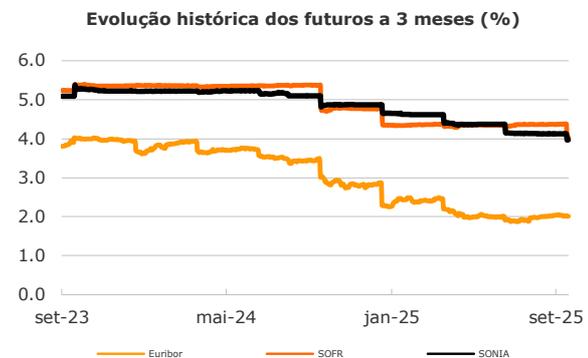
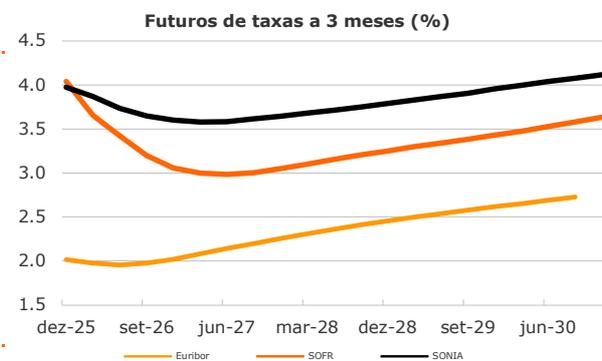
Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

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

Taxas de curto-prazo



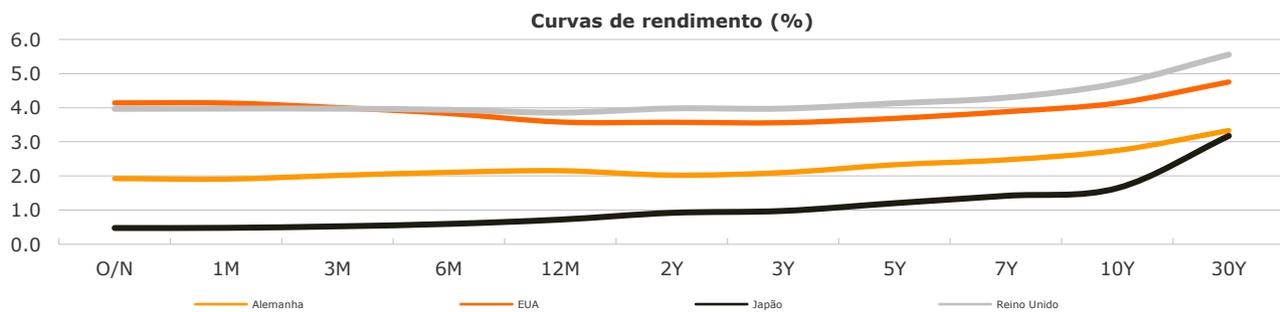
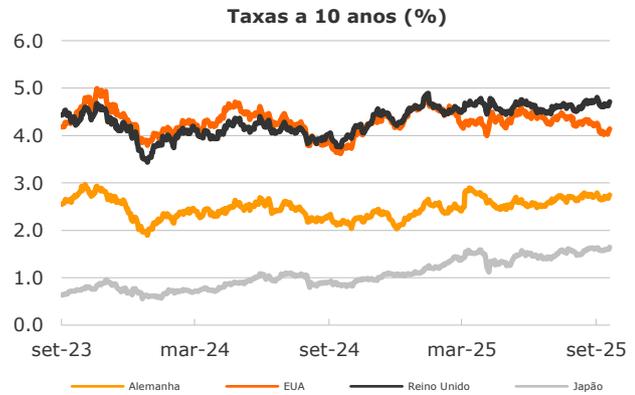
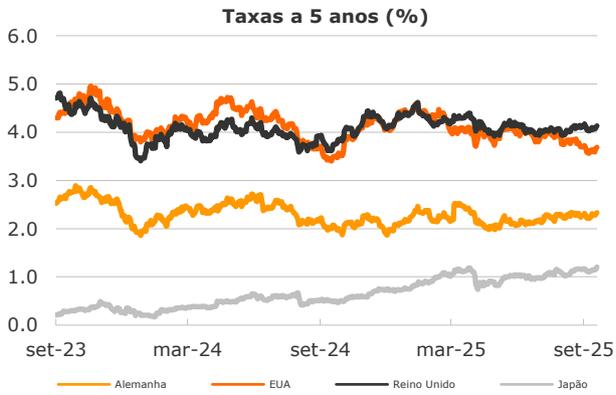
Futuros



Fonte: Bloomberg, BPI

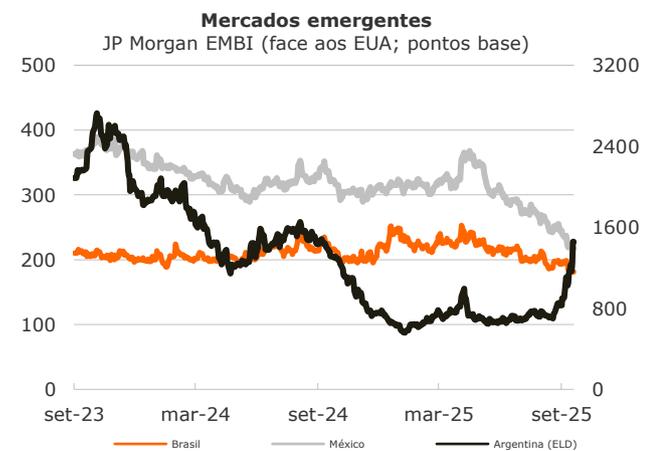
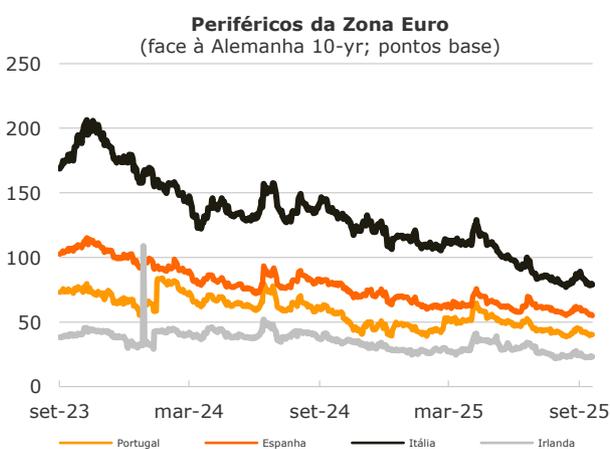
Dívida Pública

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	2.02%	6.6	3.57%	-17.4	3.98%	-0.3	2.03%	5.4
5 anos	2.33%	2.2	3.69%	-13.7	4.13%	-1.1	2.46%	-0.1
10 anos	2.75%	-0.2	4.14%	-16.9	4.71%	-2.8	3.15%	0.0
30 anos	3.33%	0.8	4.75%	-15.5	5.56%	-4.6	4.01%	-2.4

Spreads



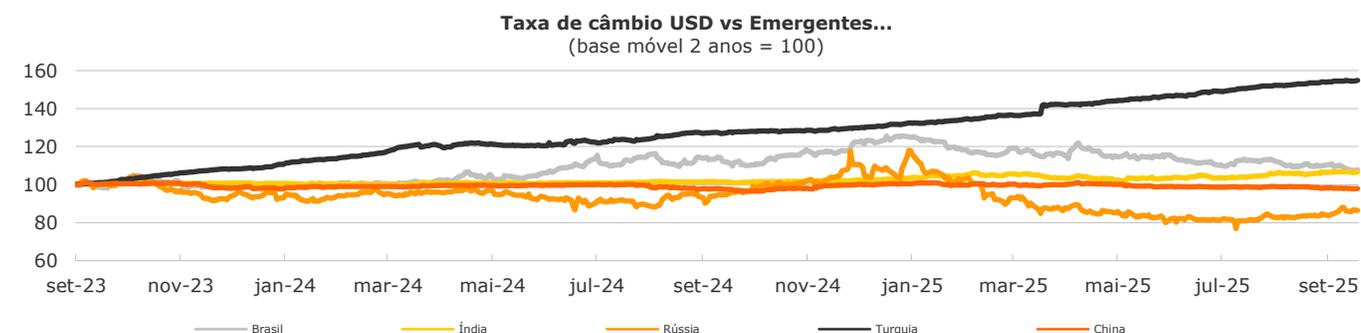
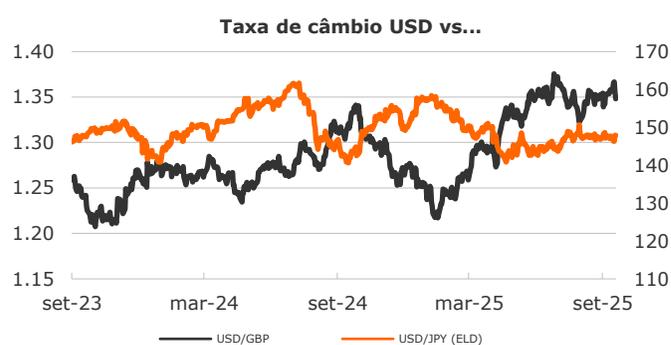
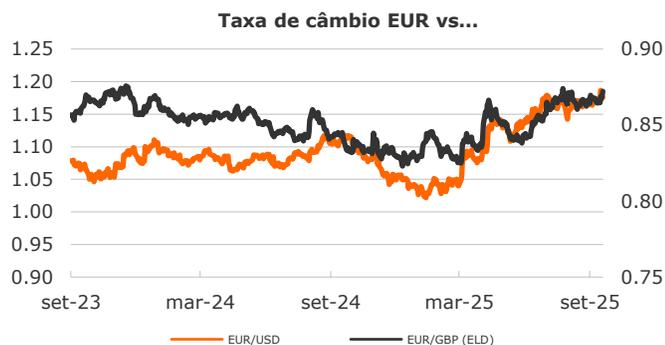
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.176	0.24%	0.85%	13.59%	5.37%	1.19	1.01
	GBP	R.U.	0.872	0.78%	1.02%	5.39%	3.78%	0.88	0.82
	CHF	Suíça	0.935	0.08%	-0.64%	-0.49%	-1.16%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.35	-0.59%	-0.07%	7.68%	1.50%	1.38	1.21
	JPY	Japão	147.90	0.14%	0.18%	-6.02%	3.40%	158.87	139.89
Emergentes									
	CNY	China	7.12	-0.14%	-0.94%	-2.52%	0.67%	7.35	7.00
	BRL	Brasil	5.33	-0.50%	-2.72%	-13.68%	-1.71%	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	0.33%	0.27%	6.62%	3.98%	104.60	97.18
USD	128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



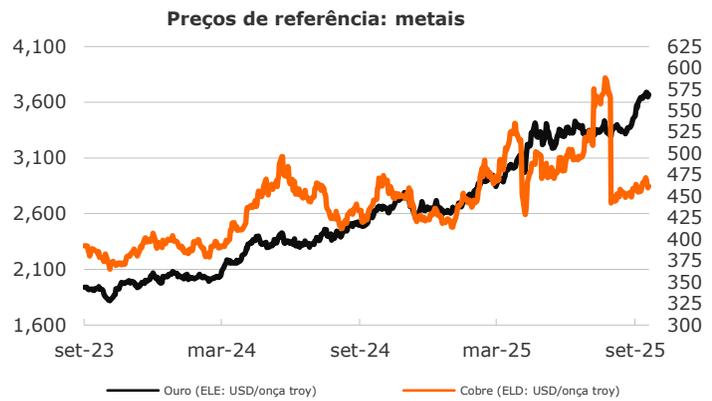
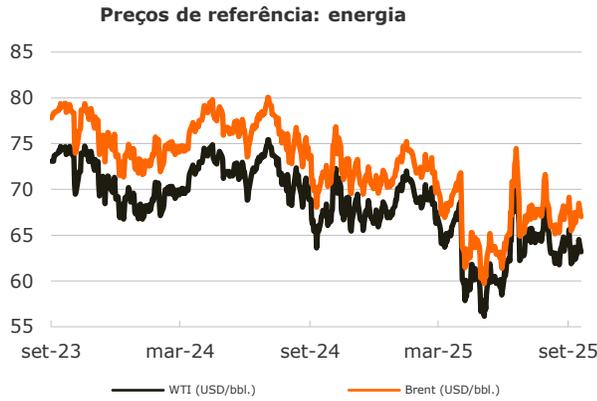
Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.176	0.872	7.464	11.683	0.935	147.900	0.795	1.348
Tx. forward 1M	1.178	0.874	7.463	11.702	0.933	147.426	0.792	1.348
Tx. forward 3M	1.182	0.876	7.458	11.741	0.930	146.561	0.787	1.348
Tx. forward 12M	1.196	0.889	7.439	11.916	0.915	143.381	0.765	1.345
Tx. forward 5Y	1.247	0.946	-	12.616	0.839	130.192	0.673	1.317

Fonte: Bloomberg

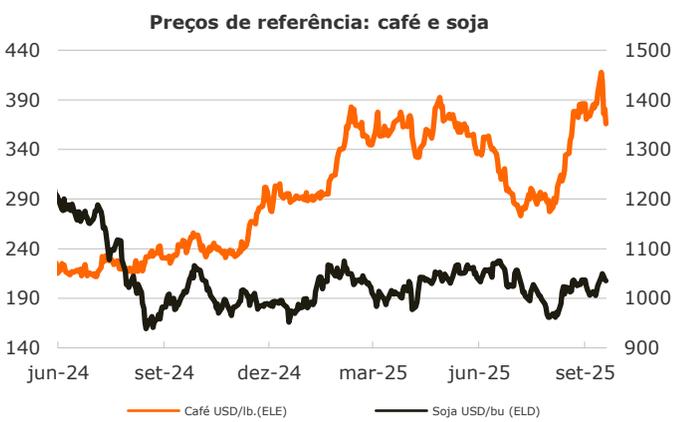
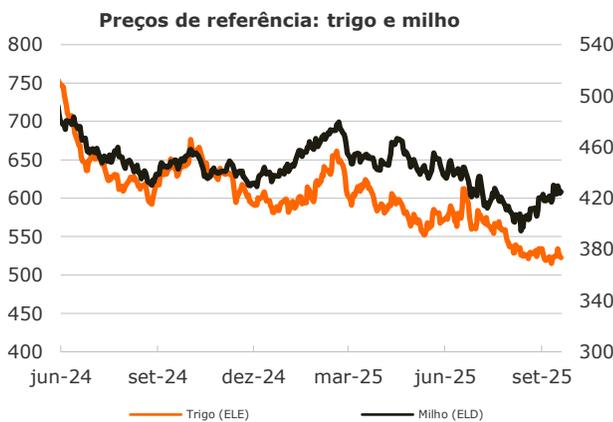
Commodities

Energia & metais



	19-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	63.2	0.8%	2.3%	-2.8%	62.7	61.4	61.9
Brent (USD/bbl.)	67.0	0.0%	2.6%	-2.0%	66.0	65.3	65.9
Gás natural (EUR/MWh)	32.50	2.1%	5.2%	-25.1%	3.2	3.9	3.8
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,668.3	0.5%	10.6%	41.5%	3,670.4	3,801.3	3,886.1
Prata (USD/ onça troy)	42.7	1.1%	14.4%	37.4%	42.1	43.5	44.6
Cobre (USD/MT)	462.0	-0.7%	2.9%	-11.9%	458.4	475.8	488.4

Agricultura



	19-set	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	424.3	-1.2%	5.4%	-5.9%	399.0	453.0	476.3
Trigo (USD/bu.)	522.3	-0.2%	0.2%	-15.7%	503.0	574.5	608.3
Soja (USD/bu.)	1,036.5	1.1%	2.4%	2.9%	1,036.5	1,076.8	1,098.5
Café (USD/lb.)	366.4	-7.8%	4.8%	-0.4%	385.85	306.3	271.8
Açúcar (USD/lb.)	16.1	-2.6%	-5.4%	-18.4%	15.6	15.6	15.9
Algodão (USD/lb.)	66.5	-0.5%	-1.6%	-4.4%	70.0	70.7	70.4

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	23,678	10-jul	24,639	7-abr	18,490	-0.1%	24.6%	18.9%
França	CAC 40	7,882	3-mar	8,258	7-abr	6,764	0.7%	3.5%	6.8%
Portugal	PSI 20	7,699	22-ago	8,030	7-abr	6,194	-0.6%	14.6%	20.7%
Espanha	IBEX 35	15,318	22-ago	15,444	13-nov	11,295	0.1%	30.1%	32.1%
R. Unido	FTSE 100	9,230	22-ago	9,358	7-abr	7,545	-0.6%	10.8%	12.9%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,475	3-mar	5,568	7-abr	4,540	1.6%	10.8%	11.8%
EUA									
	S&P 500	6,643	18-set	6,657	7-abr	4,835	0.9%	16.3%	12.9%
	Nasdaq Comp.	22,528	19-set	22,541	7-abr	14,784	1.7%	25.1%	16.7%
	Dow Jones	46,165	18-set	46,318	7-abr	36,612	0.7%	9.9%	8.5%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	45,046	19-set	45,853	7-abr	30,793	1.5%	19.4%	12.9%
Singapura	Straits Times	3,445	19-set	3,468	9-abr	2,285	1.5%	32.8%	43.6%
Hong-Kong	Hang Seng	26,545	18-set	27,058	19-set	17,602	0.6%	47.4%	32.3%
Emergentes									
México	Mexbol	61,379	15-set	62,252	30-dez	48,770	-0.3%	16.0%	24.0%
Argentina	Merval	1,683,715	7-jan	2,867,775	18-set	1,676,880	-4.3%	-8.8%	-33.5%
Brasil	Bovespa	145,781	19-set	146,331	14-jan	118,223	2.5%	9.5%	21.2%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	11,274	26-ago	11,605	5-nov	8,567	8.7%	13.0%	14.7%

