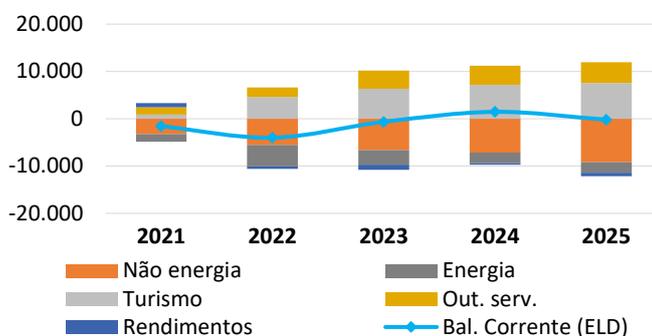


Economia portuguesa

Índices de Preços na Produção Industrial continuam a recuar. Em termos homólogos, a queda foi 3,0% em junho, valor igual ao observado em maio, motivada pelos preços da energia, dos bens intermédios e dos bens de consumo (-5,5%, -3,4% e -3,1% homólogo, respetivamente). Esta contração foi determinada pelas indústrias alimentares, de fabricação de pasta de papel, cartão e seus artigos, e de fabricação de coque e produtos petrolíferos refinados. Em termos mensais, o índice global não se alterou, sendo os Bens Intermédios o agrupamento industrial com o maior recuo no mês (-1,0 p.p.). Por outro lado, os segmentos da Energia e os Bens de Investimento registaram uma subida mensal nos seus preços de 1,6 p.p. e 0,3 p.p. respetivamente.

Portugal: Balança corrente

(ytd maio, milhões de euros)



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

Em maio e em termos acumulados do ano, a balança corrente portuguesa registou um défice de 200,3 milhões de euros. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 2.060 milhões de euros face ao homólogo, motivado pelo aumento das importações (+1.825 milhões de euros) e diminuição das exportações (-235 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 759 milhões de euros face a maio de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+524 milhões de euros homólogo).

Economia internacional

Novo episódio de tensões comerciais entre os EUA e a UE. O governo Trump anunciou que estabeleceria uma tarifa de 30% sobre as importações europeias a partir de 1 de agosto, caso não houvesse acordo após a prorrogação das negociações. Para o caso de tal medida ser concretizada, a Comissão Europeia anunciou um pacote de contramedidas sobre as exportações para os EUA no valor de 72 mil milhões de euros (cerca de 14% do total), um valor significativamente inferior ao anunciado anteriormente e ainda não implementado (28 mil milhões em resposta às tarifas sobre o aço e o alumínio e 95 mil milhões adicionais após as tarifas de 10% universais). O México também recebeu notificação de um aumento da tributação sobre os seus produtos caso não haja avanços nas negociações bilaterais, elevando a tarifa geral de 25% para 30% (lembre-se de que isso se aplica apenas aos produtos que não cumprem os requisitos do tratado comercial USMCA). Em contrapartida, a Indonésia teria seguido os passos do Vietname, chegando a um acordo com os EUA para estabelecer uma tarifa de 19% (em vez dos 32% anunciados a 2 de abril). Prevemos que, não havendo mais acordos bilaterais até 1 de agosto, a tarifa média efetiva aplicada pelos EUA poderá subir dos atuais 15% para cerca de 20% e ultrapassar amplamente esse valor se for estendida a produtos atualmente isentos, como produtos farmacêuticos e eletrónicos.

França apresenta um importante ajuste fiscal. O primeiro-ministro Bayrou apresentou um plano de consolidação fiscal para os próximos cinco anos, no qual estima o ajuste para 2026 em quase 44 mil milhões de euros, cerca de 1,5% do PIB, com medidas como o congelamento das pensões e dos benefícios sociais ou um corte substancial no emprego público. Estas propostas visam reduzir o défice orçamental de 5,8% do PIB em 2024 (superado apenas pela Polónia e pela Roménia) para cerca de 4,6% no final de 2026 (propõe que o aumento da despesa pública em 2026 seja de 0%) e cumprir a meta de 3,0% em 2029. Contudo, estas estimativas parecem um pouco otimistas. A magnitude do corte previsto para 2026 é muito elevada e a situação minoritária em que se encontra o Governo tornará muito difícil a aprovação do projeto original: o partido de Le Pen e os partidos de esquerda já advertiram que se opõem a esses planos. Além disso, algumas das medidas apresentadas são temporárias, o que limita a capacidade de cumprir os objetivos propostos para os próximos anos. O plano deve ser aprovado na Assembleia antes de 1 de outubro por maioria absoluta, porém, caso não seja alcançada, o Governo pode ativar o artigo 49,3 da Constituição e aprovar a lei sem apoio, abrindo caminho para uma moção de censura.

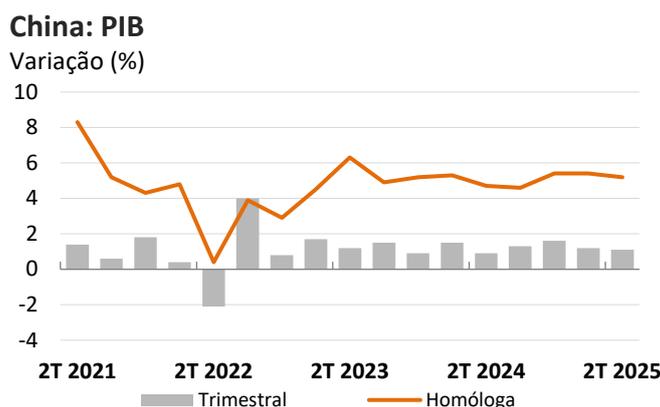
A volatilidade persiste nos dados do 2T na Zona Euro. A produção industrial na Zona Euro cresceu em maio uns inesperados 1,7% em termos mensais (-2,2% anterior) devido à reativação na Irlanda (+12,4% vs. -12,5%) e, em menor medida, na Alemanha (+2,2% vs. -1,9%), pelo dinamismo demonstrado pelo setor químico/farmacêutico. Esta dinâmica do setor químico explica também o aumento do excedente comercial da Zona Euro para 16,2 mil milhões de euros, o que representa um aumento de 46% em relação ao mês anterior e de 28% em relação ao ano anterior. O crescimento das exportações para os EUA continua a registar taxas homólogas de cerca de 4,0%, mas as importações diminuíram 7,4%, depois de terem aumentado 3,0% em abril. Por outro lado, o índice de confiança empresarial ZEW da Alemanha, em julho, consolida a melhoria registada em junho, graças ao otimismo quanto aos planos do país para aumentar a despesa: a percentagem de inquiridos que prevê uma melhoria da situação aumentou 3,5 pp para 59%, enquanto a percentagem que prevê uma deterioração continua a diminuir, atingindo um mínimo de quatro anos (-1,7 pp para 6,3%).

A Comissão Europeia apresenta a sua proposta para os orçamentos plurianuais 2028-2034. A Comissão propõe um orçamento de 2 biliões de euros (1,3% do PIB anual; no período 2021-2027 foi de 1,2 biliões de euros), refletindo novas prioridades estratégicas. Está previsto um fundo de competitividade de 409 mil milhões de euros para a transição ecológica, o digital, a saúde, a defesa e o espaço. Aumento do financiamento da inovação (Horizon: 175 mil milhões) e cooperação internacional (Global Europe: 200 mil milhões). Oito por cento do orçamento será utilizado para pagar a dívida do NGEU e está previsto aumentar os recursos próprios em 300 mil milhões através de novas fontes de financiamento, como o sistema de comércio de emissões ou um imposto especial sobre o tabaco. A rubrica mais importante continua a ser a dos fundos estruturais tradicionais (800 mil milhões), mas com uma nova planificação baseada em planos nacionais únicos. É ainda proposto um fundo permanente para empréstimos de crise no valor de 400 mil milhões. A proposta será discutida pelo Conselho e deverá ser adotada por unanimidade após a aprovação do Parlamento Europeu.

EUA: o impacto das tarifas já se faz sentir em certos setores. Os dados de junho nos EUA confirmam que, por enquanto, as tarifas não estão a ter um impacto significativo na inflação, no consumo ou na atividade industrial. Contudo, começam a surgir sinais incipientes em certas categorias. Registou-se uma ligeira recuperação da inflação, com a inflação global a subir para 2,7% em termos homólogos (2,4% em maio) e a inflação subjacente para 2,9% (após ter estagnado em 2,8% durante três meses consecutivos). O aumento respondeu a uma subida dos preços da energia, que reflete as tensões no Médio Oriente, e dos serviços, que resistem a baixar. Adicionalmente, nos bens industriais - onde se espera ver o impacto direto das tarifas - foi observada uma aceleração de +0,3% para +0,7% em termos homólogos. O aumento não foi generalizado, mas concentrou-se no vestuário, brinquedos, mobiliário, eletrodomésticos e equipamento desportivo. Adicionalmente, algumas destas mesmas categorias apresentaram enfraquecimento nas vendas a retalho. Enquanto o valor agregado surpreendeu pela positiva (+0,6% em termos mensais), com ganhos generalizados e uma recuperação em setores como os veículos (+1,2%) e a restauração, as vendas de mobiliário e eletrónica voltaram a cair. Tal divergência sugere que as tarifas podem estar a começar a ter um impacto direto em certos segmentos. Quanto à produção industrial, esta registou um crescimento mensal de 0,3%,

impulsionada pelos metais primários (+3,1%), embora a produção da indústria transformadora tenha crescido apenas 0,1% e a produção de veículos tenha diminuído 2,6%. Em termos gerais, os dados mantêm o cenário de base de uma economia ainda resiliente, embora comecem a surgir vulnerabilidades e a economia esteja exposta a novas pressões se o ambiente tarifário se intensificar nos próximos meses (Ver [Nota Breve](#)).

O PIB da China registou um crescimento homólogo de 5,2% no 2T, mas a segunda metade do ano poderá ser difícil. A economia chinesa cresceu 1,1% em cadeia no 2T 2025 (vs. 1,2% no 1T). Ainda que tenha perdido dinamismo neste trimestre, o ritmo de crescimento continua a ser vigoroso. A produção industrial expandiu 6,2% em termos homólogos no conjunto do 2T 2025 (vs. 6,5% no 1T), um crescimento notável num ambiente de elevada incerteza e fortes tensões comerciais. A forte aceleração em junho (6,8% em termos homólogos vs. 5,8% em maio) é condicionada pela trégua comercial entre a China e os EUA, que estabilizou os fluxos comerciais entre os dois países. As vendas a retalho cresceram 5,4% em termos homólogos no trimestre (vs. 5,0% no 1T), a maior taxa de crescimento trimestral desde o 4T 2023, em parte devido ao programa de incentivos fiscais à compra de bens de consumo duradouros. No entanto, em junho assistiu-se a um abrandamento do crescimento das vendas a retalho (4,8% em termos homólogos vs. 6,4% em maio), o que poderá ser um sinal de esgotamento do efeito positivo dos programas de incentivos fiscais. Nas zonas urbanas, o investimento também abrandou em junho, tendo registado uma expansão homóloga de 2,8% no primeiro semestre do ano (vs. 3,7% no ano até maio). Assim sendo, a incerteza comercial, associada a uma prolongada crise de confiança interna e ao esgotamento da política orçamental, poderá constituir um obstáculo no segundo semestre do ano (Ver [Nota Breve](#)).



Mercados financeiros

Os mercados tiveram uma semana mista, com ganhos nos EUA e ligeiras perdas na Zona Euro. As tensões comerciais aumentaram na sequência das ameaças dos EUA de impor tarifas de 30% sobre as importações da UE e do México a partir de 1 de agosto, o que levou a quedas iniciais nos mercados bolsistas e a subidas nas yields soberanas no início da semana. Contudo, o tom tornou-se mais positivo, com a divulgação de dados macro nos EUA - como a inflação de junho (onde ainda não se observa um grande impacto das tarifas) ou as vendas a retalho, que surpreenderam em alta - e os resultados das empresas, que impulsionaram as recuperações semanais dos índices de ações dos EUA, atingindo máximos em alguns casos, como o S&P 500 ou o Nasdaq, graças ao bom desempenho do setor tecnológico. Na Zona Euro, os mercados bolsistas foram mais fracos, com ligeiras descidas semanais. Em matéria de mercados obrigacionistas, as taxas de rendibilidade do *treasury* a 10 anos recuperaram após os dados relativos à inflação (ver secção Economia Internacional) e encerraram a semana em 4,45% (quase 10 p.b. acima dos níveis de quinta-feira passada), uma vez que as expectativas da primeira descida das taxas do ano passaram de setembro para outubro, devido aos dados macroeconómicos conhecidos. Os movimentos na Zona Euro foram mais ténues, com uma ligeira subida das yields na sequência da apresentação do plano de cortes do governo francês, que foi revertida no final da semana e as taxas de juro das obrigações soberanas a 10 anos fecharam em níveis ligeiramente inferiores aos da

semana passada. As expectativas de redução das taxas do BCE continuam ancoradas numa nova redução das taxas no último trimestre do ano. Nas moedas, o dólar fortaleceu-se em relação ao euro pela segunda semana consecutiva (+0,9% na semana) e fechou em cerca de 1,16. Nas matérias primas, o petróleo Brent subiu na semana (+1,3%) para 69,5 dólares por barril, devido aos baixos níveis de existências e ao aumento das tensões no Médio Oriente.

Uma pausa esperada no BCE. É quase certo que o BCE manterá as taxas de juro inalteradas em 24 de julho, o que faria de julho a primeira reunião sem redução das taxas do ano. Os mercados esperam uma *depo* a 2,00% com uma probabilidade de quase 100%. O intervalo previsto para julho reflete a margem de manobra proporcionada por uma inflação já dentro do objetivo e uma política monetária em terreno neutro (estimamos que uma taxa *depo* de 2% é um nível que não estimula nem restringe a economia), bem como a necessidade de medir a temperatura de uma economia que, sem conseguir acelerar, resiste a um mapa de riscos exigente e com um efeito ambíguo sobre a inflação. O segredo, portanto, serão as pistas sobre possíveis cortes nas taxas no final do verão. Tanto nós como os mercados financeiros esperamos um último corte de 25 p.b. que deixe a *depo* em 1,75% antes do final do ano, um movimento que seria preventivo e em resposta ao aumento da incerteza geopolítica e aos riscos negativos para a atividade económica. À medida que as perspetivas económicas se estabilizam, prevemos um regresso da *depo* a 2,00% em 2026 (os mercados financeiros também prevêm um regresso, embora seja apenas no início de 2027) (Ver [Nota Breve](#)).

		17-7-25	11-7-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Taxas					(pontos base)	
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,02	2,03	0	-69	-166
	EUA (Libor)	4,33	4,32	+1	2	-95
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,09	2,09	-0	-37	-142
	EUA (Libor)	4,01	3,96	+5	-17	-80
Taxas 2 anos	Alemanha	1,86	1,90	-4	-22	-91
	EUA	3,90	3,89	+1	-34	-57
Taxas 10 anos	Alemanha	2,68	2,73	-5	31	24
	EUA	4,45	4,41	4	-12	25
	Espanha	3,29	3,33	-4	23	8
	Portugal	3,12	3,15	-4	27	8
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	62	61	1	-8	-16
	Portugal	44	43	1	-4	-16
Mercado de Ações					(percentagem)	
S&P 500		6.297	6.260	0,6%	7,1%	13,6%
Euro Stoxx 50		5.377	5.383	-0,1%	9,8%	10,4%
IBEX 35		13.995	14.009	-0,1%	21,3%	25,5%
PSI 20		7.696	7.727	-0,4%	20,7%	13,4%
MSCI emergentes		1.241	1.229	1,0%	15,4%	12,2%
Câmbios					(percentagem)	
EUR/USD	dólares por euro	1,160	1,169	-0,8%	12,0%	6,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,864	0,866	-0,2%	4,5%	2,7%
USD/CNY	yuan por dólar	7,182	7,170	0,2%	-1,6%	-1,1%
USD/MXN	pesos por dólar	18,776	18,637	0,7%	-9,8%	4,5%
Matérias-Primas					(percentagem)	
Índice global		104,4	103,8	0,6%	5,8%	5,5%
Brent a um mês	\$/barril	69,5	70,4	-1,2%	-6,9%	-18,3%
Gas n. a um mês	€/MWh	34,4	35,6	-3,2%	-29,6%	5,3%

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

Política Monetária e Taxas de Curto Prazo

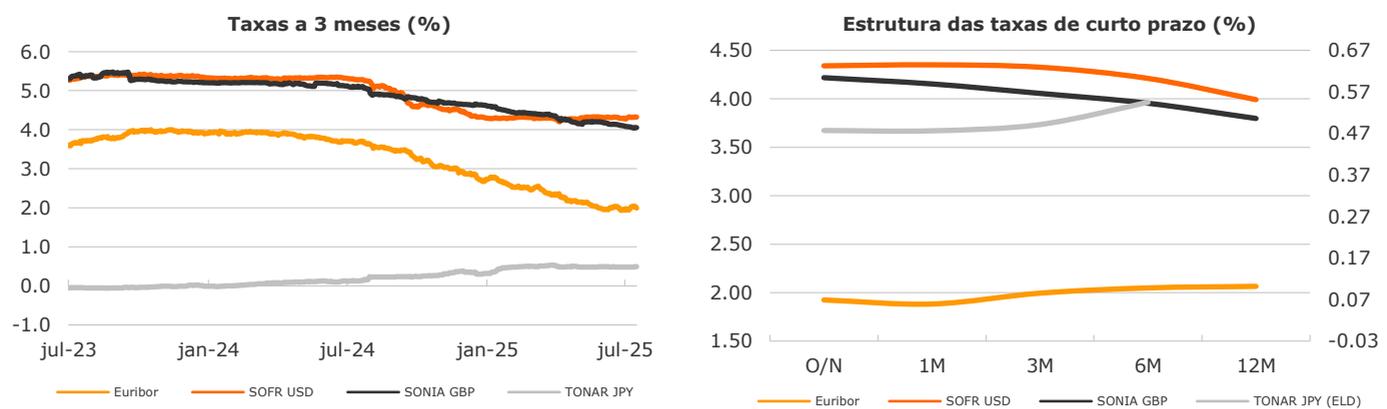
Quadro de política monetária

	Nível actual	Última alteração	Próxima reunião		Previsões BPI (final de período)			
			Data	Previsão	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026
BCE	2.15%	5 Jun 25 (-25 bp)	24-jul	0 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	-	-	-	-	-

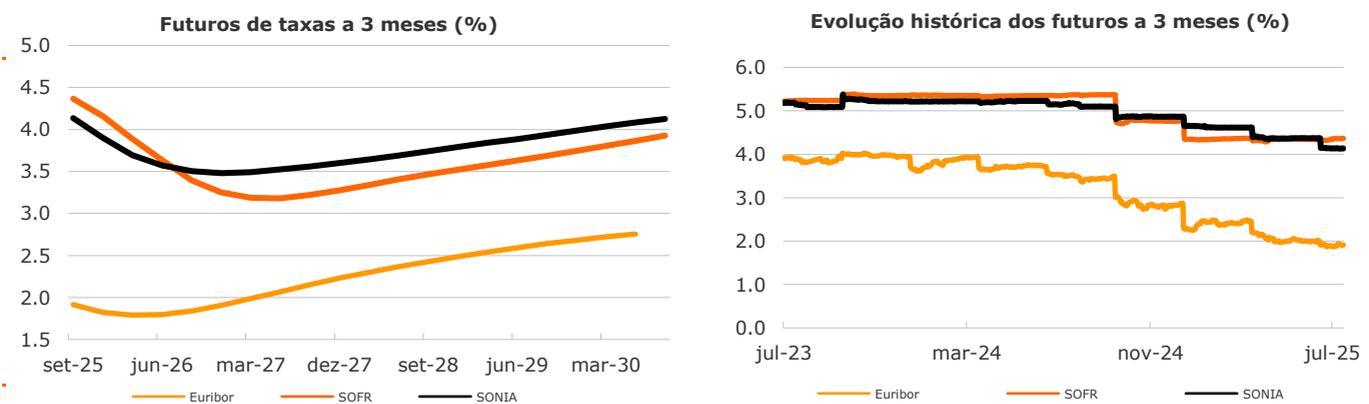
Nota: * Limite superior do intervalo. ** A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro.

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

Taxas de curto-prazo



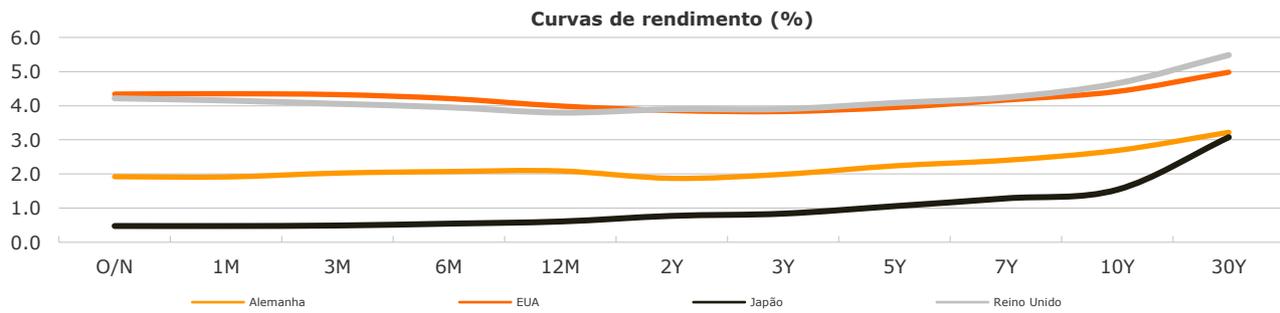
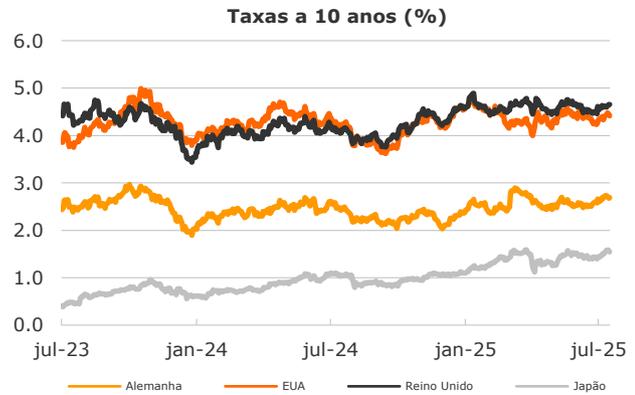
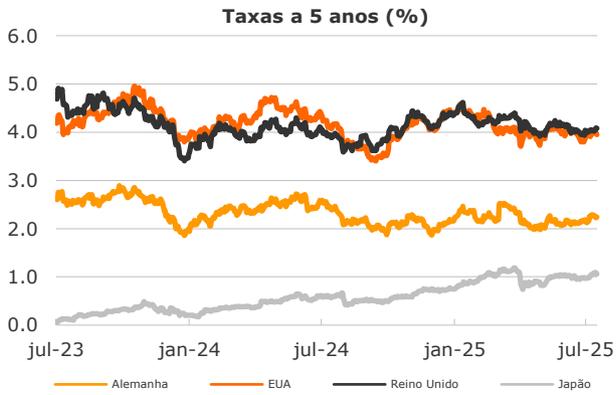
Futuros



Fonte: Bloomberg, BPI

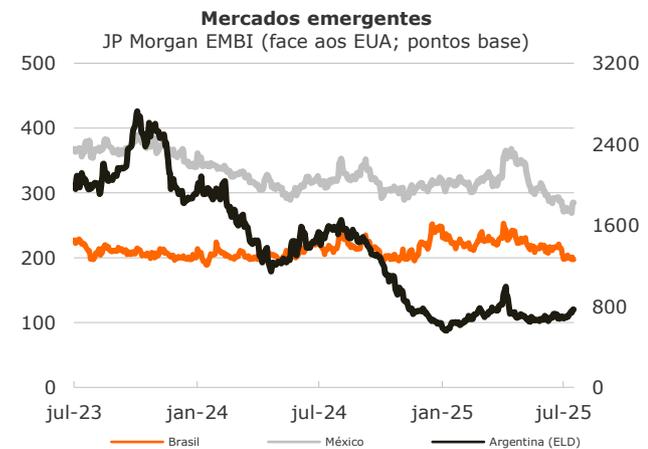
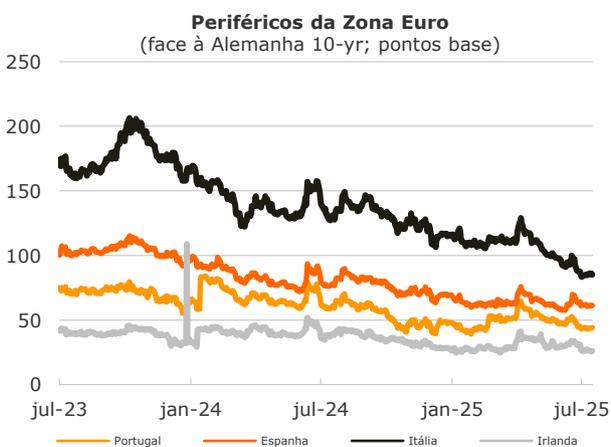
Dívida Pública

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	1.87%	3.1	3.86%	-8.1	3.90%	1.0	1.91%	3.0
5 anos	2.24%	13.5	3.95%	-4.3	4.08%	7.4	2.41%	6.6
10 anos	2.69%	19.3	4.42%	2.9	4.66%	16.0	3.13%	12.3
30 anos	3.22%	27.7	4.98%	9.4	5.49%	25.7	3.98%	21.4

Spreads



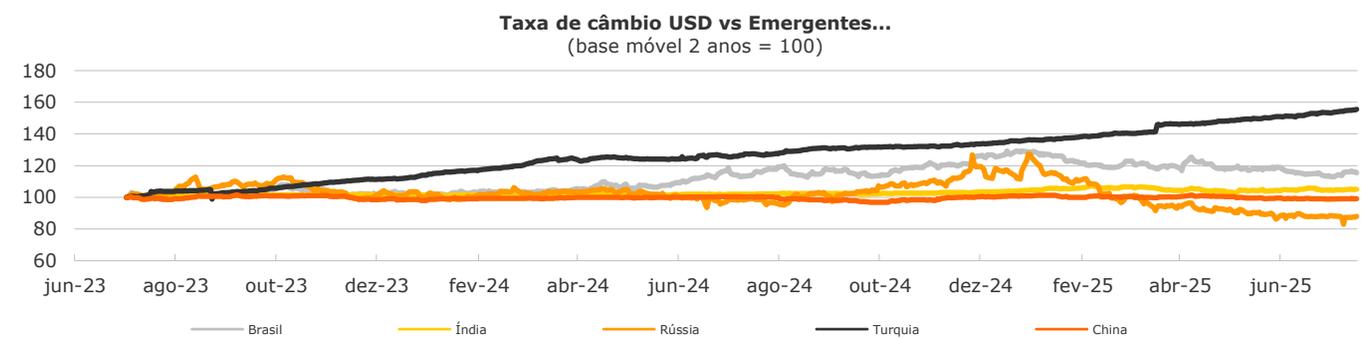
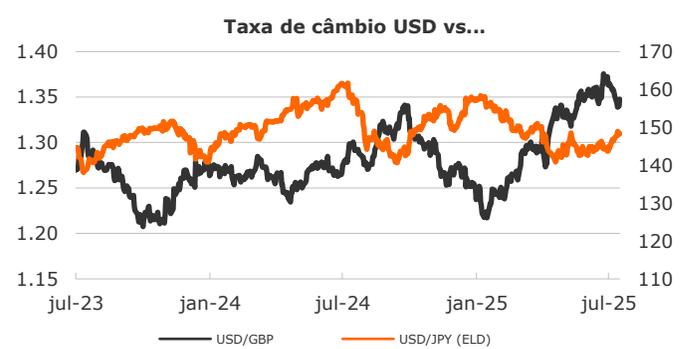
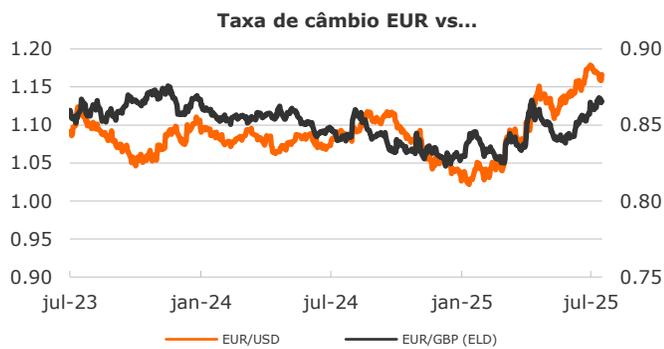
Mercado Cambial

Taxas de câmbio

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
EUR vs...									
	USD	E.U.A.	1.167	-0.22%	1.42%	12.73%	6.87%	1.18	1.01
	GBP	R.U.	0.866	-0.08%	1.21%	4.63%	2.85%	0.87	0.82
	CHF	Suíça	0.932	0.14%	-0.90%	-0.78%	-3.62%	0.97	0.92
USD vs...									
	GBP	R.U.	1.35	-0.24%	0.13%	7.64%	3.88%	1.38	1.21
	JPY	Japão	148.25	0.60%	2.47%	-5.80%	-5.66%	158.87	139.58
Emergentes									
	CNY	China	7.18	0.10%	-0.19%	-1.69%	-1.17%	7.35	7.00
	BRL	Brasil	5.54	-0.51%	0.51%	-10.29%	-0.50%	6.53	5.31

Taxas de câmbio efectivas nominais

			Variação (%)				Últimos 12 meses		
			spot	-1 semana	-1 mês	YTD	Homóloga	Máx.	Min.
	EUR		103.7	-0.22%	0.90%	5.90%	2.94%	104.22	97.18
	USD		128.0	-0.91%	-1.98%	0.04%	0.04%	-	-



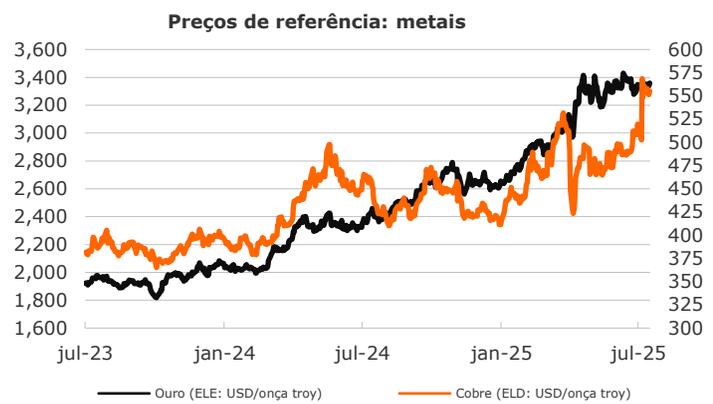
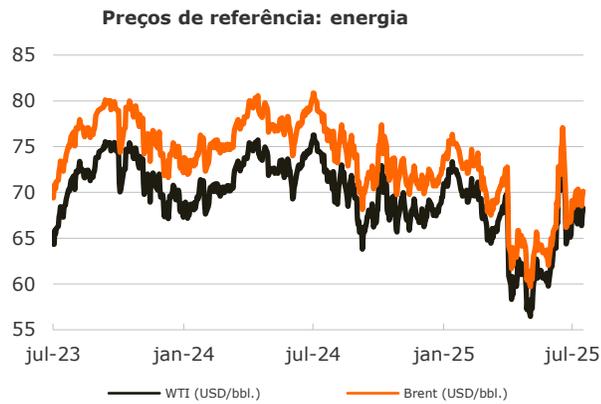
Taxas de câmbio forward

	EUR vs...					USD vs...		GBP vs..
	USD	GBP	DKK	NOK	CHF	JPY	CHF	USD
Taxa spot	1.167	0.866	7.464	11.835	0.932	148.250	0.799	1.348
Tx. forward 1M	1.169	0.867	7.462	11.858	0.931	147.707	0.796	1.348
Tx. forward 3M	1.174	0.870	7.457	11.901	0.927	146.738	0.790	1.349
Tx. forward 12M	1.193	0.883	7.439	12.083	0.914	142.961	0.766	1.350
Tx. forward 5Y	1.257	0.940	-	12.727	0.843	127.553	0.670	1.337

Fonte: Bloomberg

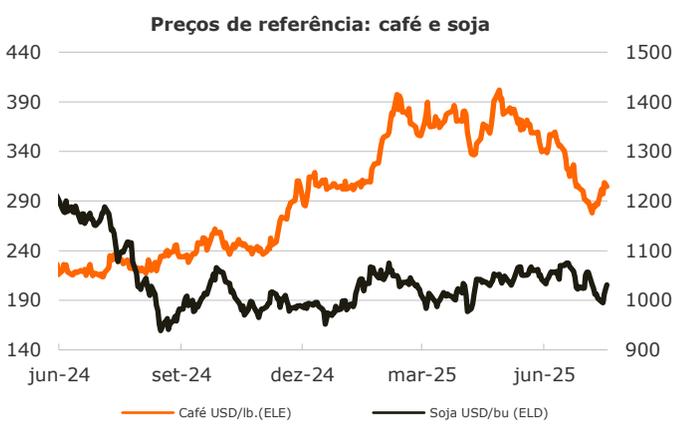
Commodities

Energia & metais



	18-jul	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 meses	1 mês	1 ano	2 anos
Energia							
WTI (USD/bbl.)	68.3	-0.2%	-7.1%	-5.8%	66.9	63.4	63.1
Brent (USD/bbl.)	70.1	-0.3%	-6.7%	-6.9%	68.4	66.6	66.9
Gás natural (EUR/MWh)	34.39	-2.3%	-10.4%	-31.9%	3.6	4.2	3.8
Metais							
Ouro (USD/ onça troy)	3,358.5	0.1%	-1.0%	36.7%	3,365.1	3,476.6	3,567.1
Prata (USD/ onça troy)	38.3	-0.2%	3.7%	27.5%	38.6	39.8	40.8
Cobre (USD/MT)	555.1	-1.0%	13.1%	24.7%	554.8	564.8	570.9

Agricultura



	18-jul	Variação (%)			Futuros		
		-7 dias	-1 mês	-6 mês	1 mês	1 ano	2 anos
Milho (USD/bu.)	426.3	3.4%	-4.0%	-6.5%	407.0	460.3	459.3
Trigo (USD/bu.)	543.3	-0.3%	-8.0%	-5.4%	543.3	599.0	636.5
Soja (USD/bu.)	1,031.0	2.7%	-4.1%	-0.3%	1,021.8	1,087.5	1,073.0
Café (USD/lb.)	304.8	6.4%	-5.4%	-1.5%	304.75	277.6	256.2
Açúcar (USD/lb.)	16.9	2.2%	3.8%	0.4%	17.1	17.2	17.1
Algodão (USD/lb.)	68.8	2.2%	3.3%	-0.4%	71.8	71.8	71.5

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	24,363	10-jul	24,639	5-ago	17,025	0.4%	32.7%	22.4%
França	CAC 40	7,843	3-mar	8,258	7-abr	6,764	0.2%	3.4%	6.3%
Portugal	PSI 20	7,705	10-jul	7,821	7-abr	6,194	-0.3%	13.5%	20.8%
Espanha	IBEX 35	14,006	21-mai	14,371	5-ago	10,299	0.0%	25.6%	20.8%
R. Unido	FTSE 100	8,993	15-jul	9,017	7-abr	7,545	0.6%	9.6%	10.0%
Zona Euro	DJ EURO STOXX 50	5,379	3-mar	5,568	5-ago	4,474	-0.1%	10.5%	9.9%
EUA									
	S&P 500	6,297	17-jul	6,305	7-abr	4,835	0.6%	13.6%	7.1%
	Nasdaq Comp.	20,964	18-jul	20,912	7-abr	14,784	1.8%	17.3%	8.6%
	Dow Jones	44,514	4-dez	45,074	7-abr	36,612	0.3%	9.5%	4.6%
Ásia									
Japão	Nikkei 225	39,819	30-jun	40,853	7-abr	30,793	0.6%	0.6%	-0.2%
Singapura	Straits Times	3,188	11-jul	3,217	9-abr	2,285	0.4%	14.0%	32.9%
Hong-Kong	Hang Seng	24,826	19-mar	24,874	5-ago	16,441	2.8%	42.5%	23.8%
Emergentes									
México	Mexbol	56,715	27-mai	59,735	30-dez	48,770	0.2%	6.9%	14.5%
Argentina	Merval	2,066,134	7-jan	2,867,775	5-ago	1,333,622	-0.1%	35.1%	-18.5%
Brasil	Bovespa	134,908	4-jul	141,564	14-jan	118,223	-0.9%	5.7%	12.2%
Rússia	RTSC Index	-	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	SE100	10,366	18-jul	11,252	5-nov	8,567	0.3%	-6.9%	5.4%

