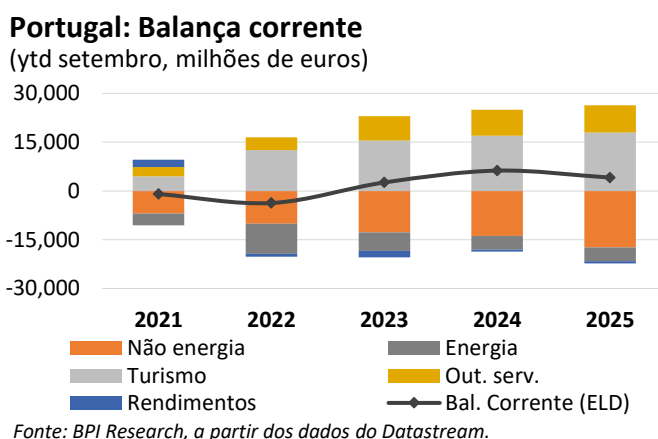


Economia portuguesa

Em setembro e em termos acumulados no ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 4.113,8 milhões de euros, o que equivale a uma redução de 34% face ao excedente registado nos primeiros 9 meses de 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 3.590 milhões de euros face ao período homólogo, motivado pelo aumento das importações (+3.240 milhões de euros) e diminuição das exportações (-350 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.459 milhões de euros face a setembro de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.166 milhões de euros homólogo), sobretudo com contraparte em países da Europa (que justificam 63% do aumento verificado).



O endividamento do setor não financeiro aumentou em setembro pelo 11º mês consecutivo. O aumento face ao mês anterior foi de quase 9.400 milhões de euros, totalizando 866.423 milhões de euros em setembro. Este comportamento foi largamente explicado pelo setor público (+6.746 milhões de euros face a agosto), suportado pelo investimento de não residentes em títulos de dívida pública portuguesa, seguindo-se, em dimensões semelhantes, o aumento do endividamento de particulares (+1.250 milhões de euros, dos quais 1.000 milhões relativos a crédito à habitação) e empresas não financeiras privadas (em +1.390 milhões de euros). Mais recentemente, as famílias continuam a procurar instrumentos de poupança mais conservadores e com melhor rentabilidade, refletindo-se nas subscrições líquidas de produtos de dívida pública portuguesa, nomeadamente em Certificados de Aforro (CA). De facto, em outubro, as subscrições líquidas de CAs atingiram quase 350 milhões de euros, uma descida face aos 439 milhões de euros registados no mês anterior. Em sentido contrário, as subscrições de Certificados do Tesouro mantêm a tendência negativa, com uma retirada de 146 milhões de euros. No conjunto, o total aplicado nestes instrumentos superou os 47.600 milhões de euros em outubro, um máximo histórico, dos quais mais de 39.300 milhões dizem respeito a CAs.

As taxas de juro do crédito à habitação continuam a reduzir, mas a um ritmo menos acentuado. Mais concretamente, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação diminuiu 0,05 p.p. em outubro, para 3,180%, a taxa mais baixa desde abril de 2023. Ainda assim, esta é a descida menos acentuada desde julho de 2024, em linha com o comportamento dos indexantes no mercado. Por seu lado, o capital médio em dívida atingiu os 74.180 euros, um novo máximo histórico. Isto representa um aumento de mais de 680 euros face ao mês anterior e de quase 6.500 euros face ao mês homólogo, um comportamento em linha com o aumento dos preços das casas.

Economia internacional

A Comissão Europeia antecipa um cenário com crescimentos estáveis e inflação dentro da meta. No seu relatório de outono, a Comissão regista a resiliência demonstrada pela economia, num contexto internacional difícil, graças a uma inflação próxima do objetivo do BCE e a condições de financiamento bastante favoráveis. Os outros fatores que têm

apoiado o crescimento têm sido o mercado de trabalho robusto, a situação financeira sólida das famílias e dos agregados familiares e o desembolso de fundos europeus. Contudo, a região enfrenta desafios significativos, incluindo as tarifas dos EUA e a persistência de tensões geopolíticas. A Comissão Europeia salienta que a região deve «desbloquear o seu potencial de crescimento» e, para o fazer, deve progredir na aplicação das medidas estabelecidas na sua agenda para a competitividade, incluindo a conclusão do Mercado Único, bem como avançar na integração financeira e da defesa. Por conseguinte, graças a um início de ano melhor do que o esperado, a instituição reviu a previsão de crescimento para a Zona Euro em 2025 em 0,4 p.p. para 1,3%, embora tenha diminuído a previsão para 2026 em 0,2 p.p. para 1,2%. Quanto à inflação, espera que esta se mantenha em torno do objetivo do BCE de 2,0% ao longo do horizonte de previsão.

Entre as principais economias, a Comissão apresenta um quadro misto. A Alemanha enfrenta uma elevada exposição às tarifas e, ainda que o estímulo fiscal coloque o défice orçamental em cerca de 4,0% do PIB nos próximos dois anos, estimular o investimento não será suficiente para que o crescimento e a criação de emprego voltem a situar-se acima da média da região. França regista um crescimento limitado e enfrenta uma necessidade urgente de melhorar a sua produtividade, num cenário em que o défice orçamental será superior a 5,0% até 2027. Em Itália, o crescimento continuará a ser modesto, enquanto o investimento continuará a beneficiar do impulso dos fundos da UE e o seu compromisso com a disciplina orçamental fará com que o seu défice orçamental se aproxime dos 2,5% do PIB em 2027. Em contrapartida, Espanha apresenta as perspetivas mais favoráveis, com um crescimento acima da média e um mercado de trabalho particularmente dinâmico, o que contribui para reduzir o défice orçamental para cerca de 2,0% nos próximos anos. Por fim, em Portugal, a atividade continuará suportada pela procura interna, tanto por via do consumo, como por via do investimento, que tenderá a ser impulsionado pela aproximação do fim do prazo do PRR. A procura externa continuará a retirar ímpeto ao crescimento, tanto por via de exportações menos robustas do que o registado em anos anteriores – reflexo do fraco crescimento de alguns principais parceiros comerciais – como pela necessidade de incremento das importações para responder tanto ao esforço de investimento associado à última etapa do PRR como à força do consumo das famílias.

Previsões da Comissão Europeia

	PIB Var. anual (%)			Inflação Var. anual (%)			Dívida Pública (% do PIB)		Saldo Orçamental (% do PIB)	
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2025	2026
Zona Euro	1,3	1,2	1,4	2,1	1,9	2,0	88,8	89,8	-3,2	-3,3
Alemanha	0,2	1,2	1,2	2,3	2,2	1,9	63,5	65,2	-3,1	-4,0
França	0,7	0,9	1,1	1,0	1,3	1,8	116,3	118,1	-5,5	-4,9
Itália	0,4	0,8	0,8	1,7	1,3	2,0	136,4	137,9	-3,0	-2,8
Espanha	2,9	2,3	2,0	2,6	2,0	2,0	100,0	98,2	-2,5	-2,1
Portugal	1,9	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	91,3	89,2	0,0	-0,3

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (European Economic Forecast, Outono de 2025).

A Zona Euro encaminha-se para o final do ano com crescimentos modestos sustentados pelo setor dos serviços. Em novembro, o PMI compósito caiu 0,1 pontos para 52,4, um pouco acima do limiar de 50 que indica um crescimento positivo da atividade. A explicação para este resultado reside na queda do setor da indústria transformadora, que regressa a referências compatíveis com a estagnação, e mesmo com uma modesta diminuição da atividade (-0,3 pontos, para 49,7), enquanto o setor dos serviços se consolida na zona de crescimento positivo, embora moderado (+0,1 pontos, para 53,1). A retoma dos serviços em França foi particularmente forte, atingindo um máximo de 15 meses (+2,8 pontos para 50,8) e mais do que compensando o declínio da indústria transformadora, permitindo que a atividade da economia no seu conjunto se aproximasse, mas não ultrapassasse, o limiar dos 50. Esta fraqueza da indústria também se verifica na Alemanha, onde o índice do setor registou a queda mais acentuada desde agosto de 2024 e está em mínimos de seis meses (-1,2 pontos, para 48,4). Entretanto, a atividade no setor dos serviços perdeu algum do dinamismo mostrado no mês anterior, mas ainda manteve taxas de crescimento positivas.

O mercado de trabalho dos EUA surpreende com uma recuperação da criação de emprego em setembro. O número de postos de trabalho aumentou em 119.000, mais do dobro dos 51.000 esperados, após a revisão em baixa dos dados de agosto, que passou de +22.000 para uma queda de 4.000. Este impulso veio principalmente do setor privado, que criou 97.000 empregos, face aos 18.000 no mês anterior, e em oposição à contração prevista pelo inquérito ADP (-29.000). Os novos empregos concentraram-se nos setores da construção, da educação, da saúde e da hotelaria e restauração, enquanto a indústria transformadora e os serviços profissionais registaram descidas. No setor público, os empregos estatais e locais (+25.000) compensam a perda ao nível federal (-3.000). Não obstante a recuperação da criação de emprego, a taxa de desemprego subiu ligeiramente para 4,4%, o nível mais elevado desde outubro de 2021, devido ao aumento da população ativa (+470.000), o que levou a participação a subir 0,1 p.p. para 62,4%. Estes dados refletem um mercado de trabalho que não está a abrandar de uma só vez e lançam dúvidas sobre o declínio de dezembro. Não haverá divulgação individual para o relatório sobre o emprego de outubro, com o relatório de novembro (a ser divulgado em meados de dezembro) a divulgar os dados do mês anterior.

Apesar da contração no 3T, a economia japonesa continua a mostrar dinamismo. O PIB do Japão registou uma contração de 0,4% em cadeia no 3T, embora o crescimento homólogo tenha sido de 1,1% (os trimestres anteriores também foram revistos em alta). A fraqueza no 3T em comparação com o trimestre anterior deveu-se, principalmente, à contribuição negativa da procura externa e do investimento residencial. Por um lado, as exportações diminuíram e pesaram sobre o crescimento. Por outro, a queda acentuada de 9,4% em cadeia do investimento residencial deveu-se, em parte, a um efeito regulamentar (uma mudança que levou a uma rápida redução do início da construção residencial no trimestre). Mesmo assim, a procura interna teve um bom desempenho. O consumo privado aumentou 0,1% em cadeia, enquanto o investimento não residencial subiu 1,0%. Adicionalmente, os inquéritos às empresas com maior frequência e os dados relativos à inflação continuam a apontar para uma economia dinâmica. A recente escalada das tensões com a China, na sequência dos comentários do Primeiro-Ministro Sanae Takaichi sobre a posição do Japão relativamente ao território de Taiwan, introduz um risco de abrandamento do crescimento, dada a probabilidade de aumento das tensões comerciais entre os dois países.

Mercados financeiros

Os mercados financeiros encerraram a semana com tom negativo, marcado por uma correção dos ativos tecnológicos e um aumento da volatilidade das ações, num contexto de crescente ceticismo quanto às avaliações e à sustentabilidade do ciclo de investimento em inteligência artificial. Uma semana de perdas generalizadas nos índices mundiais, com uma correção importante na sessão de quinta-feira nos EUA, onde o Nasdaq registou uma variação intradiária de perto de 5% e o VIX recuperou para o valor mais elevado desde abril, depois de o impulso inicial gerado pelos resultados da Nvidia ter sido invertido no meio de correções acentuadas em ativos especulativos como a *bitcoin*. No caso das obrigações soberanas, a curva dos EUA deslocou-se para baixo, mais acentuadamente nos prazos mais curtos, num contexto de fuga para a qualidade e apesar de os investidores atribuírem agora uma menor probabilidade a um corte das taxas da Fed em dezembro (35% vs. 43% na semana anterior), após dados mistos sobre o emprego em setembro. As taxas soberanas europeias registaram movimentos semelhantes, mas de menor intensidade, e os prémios de risco periféricos mantiveram-se praticamente inalterados, com exceção de França, onde a falta de acordo sobre o orçamento gerou alguma pressão em alta. No que respeita às moedas, o dólar fortaleceu face aos seus principais pares, em linha com a revisão em baixa das expectativas de corte das taxas da Fed. O iene enfraqueceu na sequência das declarações do novo Governo japonês, que mostrou vontade de manter uma política orçamental expansionista. Em relação às matérias-primas, o petróleo Brent caiu durante a semana, pressionado, do lado da oferta, pela retoma das transações nos terminais russos e pelas expectativas de um avanço diplomático para chegar a algum tipo de acordo na guerra na Ucrânia.

As atas da Fed mostram uma falta de consenso no FOMC sobre os próximos movimentos de taxas e uma tendência predominantemente *hawkish*. Apesar de ter sido aprovado um corte de 25 p.b. em outubro, as atas revelam que vários participantes que votaram a favor também teriam apoiado a não descida das taxas. Para dezembro, as atas revelam que «muitos» consideram apropriado deixar as taxas inalteradas, superando aqueles que ainda veem espaço para outro corte. O enfiamento restritivo baseou-se nas preocupações persistentes quanto à persistência de uma inflação

acima do objetivo e no risco de as empresas continuarem a aumentar os preços dos ativos enquanto o arrefecimento do mercado de trabalho se mantiver gradual e não abrupto. Ao mesmo tempo, a ausência de dados essenciais reforça a prudência. O Bureau of Labor Statistics não divulgará os números do emprego para outubro e novembro antes da reunião da Fed em dezembro. Esta ausência de dados, associada ao tom cauteloso das atas, levou os mercados financeiros a reduzir a probabilidade de um novo corte em dezembro de quase 90% há um mês, para 25%, embora tenha recuperado para cerca de 35% com a notícia de que a taxa de desemprego subiu em setembro para o nível mais elevado dos últimos quatro anos (ver notícias de Economia Internacional).

		20-11-25	14-11-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,05	2,07	-2	-66	-95
	EUA (Libor)	3,87	3,87	+0	-44	-65
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,22	2,24	-1	-24	-27
	EUA (Libor)	3,58	3,60	-2	-60	-71
Taxas 2 anos	Alemanha	2,02	2,04	-2	-6	-9
	EUA	3,53	3,61	-8	-71	-82
Taxas 10 anos	Alemanha	2,72	2,72	0	35	40
	EUA	4,08	4,15	-7	-49	-34
	Espanha	3,23	3,23	0	16	18
	Portugal	3,06	3,06	-1	21	27
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	51	51	0	-19	-22
	Portugal	34	34	-1	-14	-14
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.539	6.734	-2,9%	11,2%	9,9%
Euro Stoxx 50		5.570	5.694	-2,2%	13,8%	17,1%
IBEX 35		15.989	16.346	-2,2%	38,6%	37,7%
PSI 20		8.152	8.250	-1,2%	27,8%	28,2%
MSCI emergentes		1.372	1.386	-1,0%	27,5%	26,4%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,153	1,162	-0,8%	11,3%	10,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,882	0,882	0,0%	6,6%	6,0%
USD/CNY	yuan por dólar	7,117	7,099	0,2%	-2,5%	-1,7%
USD/MXN	pesos por dólar	18,385	18,304	0,4%	-11,7%	-10,0%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		107,8	109,1	-1,2%	9,1%	9,0%
Brent a um mês	\$/barril	63,4	64,4	-1,6%	-15,1%	-14,6%
Gas n. a um mês	€/MWh	31,2	31,3	-0,3%	-36,3%	-35,5%

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