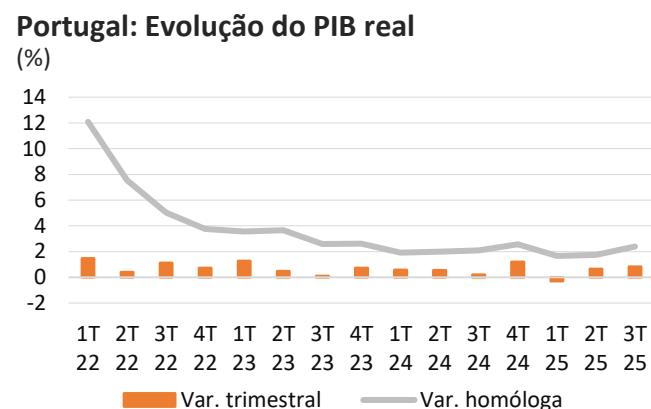


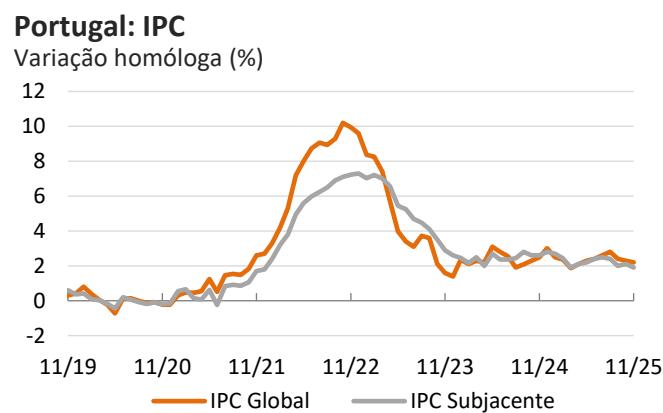
Economia portuguesa

O crescimento do PIB acelerou para 2,4% em termos homólogos (1,8% no 2T), com a procura interna a contribuir com 3,6 p.p., beneficiando de um crescimento robusto no consumo privado (4,0%, +0,4 p.p. do que no 2T) e no investimento (4,0%, -3 p.p. do que no 2T), apesar da desaceleração deste último. A procura externa líquida continuou a pesar negativamente no crescimento do PIB, mas em menor grau do que no 2T (contributo de -1,2 p.p. no 3T, +1,0 p.p. face ao 2T). Em termos trimestrais, houve um crescimento de 0,8% (0,7% no 2T) com um contributo de 1,4 p.p. da procura interna (+0,5 p.p. que no 2T), motivada pelo consumo privado (1,2% em cadeia vs. 0,7% anteriores) e pela FBCF (3,3% em cadeia vs. 2,3% anteriores). Registou-se um crescimento expressivo no equipamento de transporte (28,8%), cujo racional não é especificado pelo INE e não se consegue perceber se se trata de um fenómeno pontual.



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

No campo dos preços, a inflação desceu pelo terceiro mês consecutivo. O IPC recuou em novembro para 2,2%, face aos 2,3% registados em outubro e a descida da inflação global foi acompanhada pela taxa de inflação subjacente (1,9% homólogo depois de 2,1% em outubro). A dinâmica de evolução mensal dos preços parece retomar um padrão de sazonalidade compatível com fechar o ano numa taxa de inflação muito perto do valor objetivo de 2%. No mercado imobiliário, os dados da avaliação bancária da habitação mostram que o valor mediano por m² em outubro incrementou 30 euros, para 2.025 euros/m²; e em termos homólogos a evolução situou-se em 17,7% (igual à registada em setembro), sinalizando a continuidade consistente do ciclo de valorização. No setor do turismo o destaque vai para o facto das dormidas de não residentes voltarem a crescer em outubro após dois meses de recuo. Assim, as dormidas de residentes subiram 6,4% em termos homólogos (+4,9% em setembro) as de não residentes aumentaram 1,1% (após -1,1% em setembro), apesar do desempenho do mercado emissor francês continuar pobre (-6,8% de dormidas). Estas dormidas, realizadas por 3,1 milhões de hóspedes, geraram proveitos totais de 691,2 milhões de euros. Por fim, o emprego voltou a crescer acima de 3% homólogo no mês de outubro (mais concretamente, 3,3%), pelo quinto mês consecutivo, enquanto a taxa de desemprego diminuiu de 6,0% em setembro para 5,9% (dados preliminares e ajustados de sazonalidade).



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

Saldo orçamental mantém-se em terreno positivo na reta final do ano. No acumulado do ano até outubro, o saldo orçamental fixou-se em 1,6% do PIB (face a 1,4% em igual período de 2024), com a receita a manter um ritmo de crescimento superior ao da despesa (mais concretamente, 6,2% e 5,6% homólogo, respetivamente). A receita fiscal e contributiva continua a explicar a larga maioria do aumento da receita (cerca de 86%), destacando-se o desempenho das contribuições para a Segurança Social, o IVA e o IRS (apesar do efeito da redução das taxas de retenção). Por sua vez, o aumento da despesa continua suportado pelas transferências correntes, despesas com pessoal e, em menor medida, pelo investimento (com crescimentos de 4,2%, 8,0% e 18,5%, respetivamente).

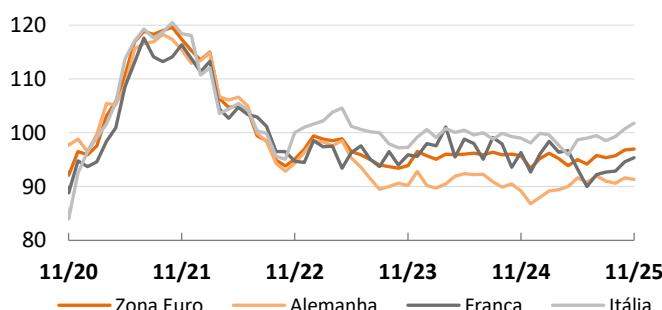
A carteira de crédito ao sector privado não financeiro segue sem surpresas. De facto, tal como registado nos meses anteriores, a carteira de crédito a particulares e empresas não financeiras continua a evoluir de forma muito positiva: em outubro, cresceu 6,1% homólogo, atingindo o montante mais elevado desde finais de 2014. Este aumento é explicado, em grande medida, pelo comportamento do crédito à habitação, cuja carteira acelerou para 8,5% homólogo (+8% no mês anterior), o que indica que as novas operações deverão ter mantido um comportamento de elevado dinamismo no mês de outubro (os dados apenas serão conhecidos após o fecho desta publicação). Por sua vez, também a carteira de crédito às SNF tem evoluído de forma favorável, registando um crescimento de 2,4% homólogo em outubro (vs 2,3% em setembro). Ao mesmo tempo, destaca-se o comportamento dos depósitos, que continuam a atingir máximos históricos ou perto disso: no caso das SNF, o mês de outubro assinalou um novo máximo histórico, superando os 74.540 milhões de euros (11,4% homólogo), um aumento explicado, em mais de metade, pelos depósitos à ordem. No caso dos particulares, o montante de depósitos continua perto do máximo histórico registado em julho deste ano (197.452 milhões de euros em outubro, face ao máximo de 197.805 milhões), com o aumento homólogo a ser explicado, largamente, pela constituição de depósitos à ordem.

Economia internacional

O atraso na implementação do plano de infraestruturas alemão afeta negativamente a confiança dos intervenientes. O índice Ifo de sentimento empresarial caiu 0,3 pontos para 88,1 em novembro, sendo 100 o limiar para um crescimento próximo da média. Ao mesmo tempo, a confiança dos consumidores caiu para o seu nível mais baixo desde abril de 2024, uma vez que se previa uma deterioração do rendimento disponível no contexto de um agravamento das perspetivas do ciclo económico. Por sua vez, o índice de sentimento económico compilado pela Comissão Europeia subiu apenas 0,2 pontos em novembro, para 97,0, destacando-se que, das grandes economias, apenas desceu na Alemanha (-0,3 pontos, para 91,3), enquanto em França e Itália subiu, ultrapassando o limiar dos 100 neste último país. Quanto às expectativas de preços de venda, o relatório refere aumentos em todos os ramos de atividade, o que explica o aumento das expectativas de inflação dos consumidores e limita a margem para futuras descidas da inflação na Zona Euro.

Zona Euro: índice de sentimento económico

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

A Fed enfrenta sinais contraditórios: a atividade é resiliente, mas o mercado de trabalho e as despesas dos agregados familiares continuam a deteriorar-se. Com o fim do encerramento do governo dos EUA, a divulgação de dados foi retomada. Soubemos que, em setembro, as vendas a retalho cresceram moderadamente (0,2% em cadeia), impulsionadas quase exclusivamente pelo aumento dos preços da gasolina, enquanto as vendas excluindo a gasolina, no seu conjunto, ficaram praticamente estagnadas, o que aponta para um arrefecimento das despesas de consumo; a confiança dos consumidores em novembro, segundo o *Conference Board*, também deu um sinal semelhante, com um agravamento em relação a outubro. Em contrapartida, os PMI de novembro mantiveram-se sólidos: o índice composto subiu para 54,8, consistente com um crescimento de cerca de 2,5% (de acordo com declarações da S&P), com os serviços a melhorarem e a indústria transformadora ainda em expansão, apesar de encomendas um pouco mais fracas. As subcomponentes de preços mantiveram-se elevadas, enquanto as subcomponentes de emprego permaneceram estagnadas. No que respeita à inflação, o índice de preços no produtor aumentou 0,3% em termos mensais e o índice subjacente 0,1%, em linha com as expetativas, com pressões nas categorias de bens (+0,9% em termos mensais), compensadas por descidas nos serviços financeiros. Foi igualmente publicado o *Beige Book* de novembro, onde se salienta que a atividade não se alterou muito em relação ao mês anterior, mas que o mercado de trabalho continuou a deteriorar-se, que o consumo das famílias com rendimentos baixos e médios continuou a diminuir e que as perspetivas de inflação se mantiveram praticamente inalteradas em relação a outubro. Assim, os dados sobre as vendas a retalho e o agravamento da confiança (tanto do *Conference Board* como do Michigan), bem como as declarações de vários membros da Fed sobre a mais do que provável redução das taxas, levaram o mercado a aumentar para 80% a probabilidade de uma redução em dezembro.

Mercados financeiros

A semana foi marcada por um renovado otimismo nos mercados financeiros, impulsionado pelas crescentes expetativas de uma descida das taxas de juro da Fed em dezembro, cuja probabilidade ultrapassa agora os 80%, de acordo com as taxas implícitas no mercado monetário. As declarações de vários membros da Fed e os dados contraditórios dos EUA, que apontam para um certo arrefecimento do emprego e do consumo, reforçaram esta perspetiva e conduziram a descidas das taxas de rendibilidade soberana dos EUA, mais pronunciadas na parte longa da curva e com um ligeiro achatamento da curva. As taxas soberanas alemãs também desceram na Zona Euro, embora de forma mais modesta. Em contrapartida, os prémios de risco periféricos registaram uma queda mais acentuada, graças à melhoria do *rating* da Itália, ao facto de o Governo francês dever aprovar o orçamento em segunda leitura na Assembleia Nacional ou à aprovação do orçamento em Portugal, que prevê um excedente orçamental em 2026. Já as taxas de rendibilidade de dívida soberana do Reino Unido caíram acentuadamente depois de o governo ter apresentado um orçamento com maior consolidação fiscal do que o esperado. Nos mercados de rendimento variável, os ganhos foram generalizados, com o Nasdaq a liderar graças ao renovado interesse pelo setor tecnológico, enquanto a *bitcoin* recuperou fortemente como termômetro da apetência pelo risco e do sentimento neste setor. Nas moedas, o dólar enfraqueceu face ao euro e em termos nominais efetivos, na perspetiva de uma política monetária mais acomodatícia. Relativamente às matérias-primas, o petróleo bruto Brent oscilou em torno dos 63 dólares por barril, com notícias de progressos nas conversações de paz na Ucrânia, enquanto o gás natural europeu prolongou a sua descida devido às elevadas existências e ao aumento dos fluxos de gás natural liquefeito. Entre os metais, a prata continuou a subir, apoiada pela procura industrial e pelo seu papel como porto alternativo ao ouro.

O BCE, cautelosamente mais otimista quanto aos riscos. Aquando da sua última reunião (30 de outubro), o BCE reiterou a opinião de que a sua política monetária se encontra «numa boa posição» e manteve a taxa depo em 2,00%. De acordo com a ata dessa reunião, publicada esta semana, por detrás destas decisões de continuidade, houve algumas alterações na visão do cenário económico. Nomeadamente, as atas apresentam uma visão de um mapa de risco mais equilibrado, sobretudo porque os vários acordos comerciais dos EUA, as negociações EUA-China e a trégua no Médio Oriente atenuaram a probabilidade de cenários adversos. As atas sublinham ainda a capacidade de resistência da economia da Zona Euro num contexto mundial difícil, com o crescimento apoiado pela procura interna

e por um mercado de trabalho forte. Além disso, o BCE considera que a inflação já se encontra no objetivo de 2% e que os riscos que a rodeiam são mais equilibrados, com a discussão a abranger tanto os riscos ascendentes (preços iniciais, perturbações na cadeia de abastecimento, aumento das despesas com a defesa e as infraestruturas e fenómenos meteorológicos extremos) como os riscos descendentes (valorização do euro, reorientação das exportações da China, fraca procura devido à volatilidade dos mercados financeiros e à aversão ao risco). Por outro lado, as atas também contêm uma discussão sobre vários riscos para a estabilidade financeira, destacando, em particular, as fontes de risco nos mercados dos EUA (as atas apontam para avaliações elevadas e riscos decorrentes do crédito privado, do capital privado e da alavancagem do setor financeiro não bancário). Face a este contexto, os mercados continuam a esperar que o BCE deixe as taxas de juro inalteradas nos próximos trimestres, embora continuem a apresentar uma certa tendência para a baixa (os mercados monetários estão a prever uma possível descida das taxas em 2026 [depo a 1,75%], com uma probabilidade ligeiramente inferior a 40%).

| | | 27-11-25 | 21-11-25 | Var. semanal | Acumulado 2025 | Var. Homóloga |
|------------------------------|---------------------|----------|----------|--------------|----------------|---------------|
| Taxas | | | | | | |
| | | | | | (pontos base) | |
| Taxas 3 meses | Zona Euro (Euribor) | 2,06 | 2,05 | 1 | -65 | -88 |
| | EUA (Libor) | 3,79 | 3,88 | -9 | -52 | -71 |
| Taxas 12 meses | Zona Euro (Euribor) | 2,21 | 2,22 | -1 | -25 | -25 |
| | EUA (Libor) | 3,50 | 3,57 | -7 | -68 | -81 |
| Taxas 2 anos | Alemanha | 2,03 | 2,01 | +2 | -5 | 3 |
| | EUA | 3,48 | 3,51 | -3 | -76 | -75 |
| | Alemanha | 2,68 | 2,70 | -2 | 31 | 55 |
| Taxas 10 anos | EUA | 3,99 | 4,06 | -7 | -58 | -27 |
| | Espanha | 3,17 | 3,21 | -4 | 11 | 32 |
| | Portugal | 3,01 | 3,04 | -4 | 16 | 41 |
| Prémio de risco (10 anos) | Espanha | 49 | 51 | -2 | -21 | -23 |
| | Portugal | 33 | 34 | -2 | -16 | -15 |
| Mercado de Acções | | | | | | |
| | | | | | (percentagem) | |
| S&P 500 | | 6.813 | 6.603 | 3,2% | 15,8% | 13,6% |
| Euro Stoxx 50 | | 5.653 | 5.515 | 2,5% | 15,5% | 18,8% |
| IBEX 35 | | 16.362 | 15.822 | 3,4% | 41,8% | 40,9% |
| PSI 20 | | 8.122 | 8.056 | 0,8% | 27,4% | 26,3% |
| MSCI emergentes | | 1.370 | 1.334 | 2,7% | 27,4% | 26,9% |
| Câmbios | | | | | | |
| | | | | | (percentagem) | |
| EUR/USD | dólares por euro | 1,160 | 1,151 | 0,7% | 12,0% | 9,9% |
| EUR/GBP | libras por euro | 0,876 | 0,879 | -0,4% | 5,8% | 5,3% |
| USD/CNY | yuan por dólar | 7,080 | 7,105 | -0,4% | -3,0% | -2,3% |
| USD/MXN | pesos por dólar | 18,354 | 18,479 | -0,7% | -11,9% | -10,1% |
| Matérias-Primas | | | | | | |
| | | | | | (percentagem) | |
| Índice global | | 108,6 | 107,5 | 1,0% | 10,0% | 11,1% |
| Brent a um mês | \$/barril | 63,3 | 62,6 | 1,2% | -15,1% | -13,6% |
| Gas n. a um mês | €/MWh | 29,0 | 30,2 | -3,9% | -40,6% | -37,3% |

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