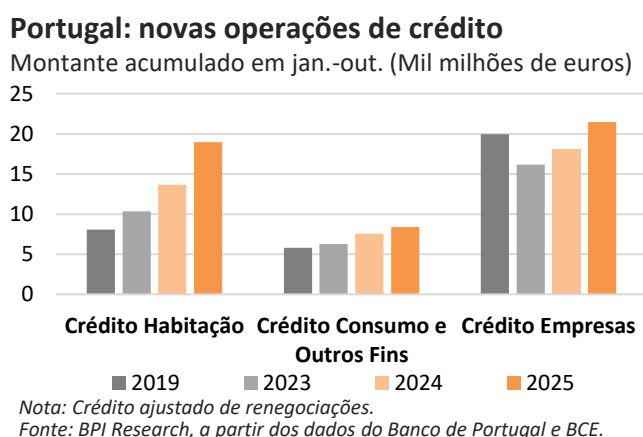


Economia portuguesa

Os dados de atividade do 4T25 indicam comportamentos mistos entre o comércio e a indústria. O volume de negócios no comércio aumentou 4,6% em termos homólogos em outubro (+1,4 p.p. relativamente a setembro), motivado principalmente pelo comércio, manutenção e reparação de veículos assim como pelo comércio por grosso (aumentos de 4,8% e 4,6% respetivamente, +2,1 p.p. e +2,8 face ao mês anterior). Já o comércio a retalho registou um abrandamento embora continue dinâmico, crescendo 4,5% em outubro (-0,8 p.p.). Por sua vez, o índice de produção industrial apresentou uma variação homóloga de -0,9% (-3,3 p.p. face a setembro), pressionado pelas quedas acentuadas nas componentes de energia (-15,4%, -30,7 p.p.) e de investimento (-4,5%, -4,8 p.p.), enquanto os bens intermédios mostraram o melhor desempenho (5,7%, +2,6 p.p.). O contributo da energia é relevante, mas a sua volatilidade acaba por comprometer a performance do setor.

Dívida pública diminuiu no mês de outubro. Mais concretamente, a dívida pública na ótica de Maastricht diminuiu 11.174 milhões de euros face ao mês anterior, totalizando 283.145 milhões de euros em outubro. Esta diminuição é explicada pela amortização de uma Obrigação do Tesouro, que tinha sido emitida em outubro de 2015.

Os dados das novas operações de crédito confirmam o dinamismo evidenciado pela carteira de crédito de outubro. De facto, no acumulado dos primeiros 10 meses do ano, as novas operações de crédito ao sector privado não financeiro aumentaram 24% homólogo, mantendo-se o impulso expressivo dos empréstimos para compra de casa. Assim, do aumento de mais de 9.400 milhões de euros emprestados ao setor privado não financeiro, cerca de 56% diz respeito a crédito à habitação, 35% a novos empréstimos a empresas e os restantes 9% a crédito ao consumo & outros fins. Mais concretamente, o aumento homólogo de cada um dos segmentos de crédito mencionados é de 38,7%, 18,3% e 11%, respetivamente. O dinamismo das novas operações de crédito à habitação continua a ser suportado, em larga medida, pelos indivíduos com até 35 anos (representaram 61% das novas operações para compra de habitação própria e permanente em outubro), tornando o montante concedido até outubro no mais elevado de sempre. Em causa vão estar as medidas fiscais para apoiar os jovens na compra da primeira casa, nomeadamente a garantia pública (até outubro, tinha sido utilizada 46,5%). Ao mesmo tempo, o montante concedido em outubro (de 2.161 milhões de euros) é o mais elevado registado pela série estatística do Banco de Portugal.

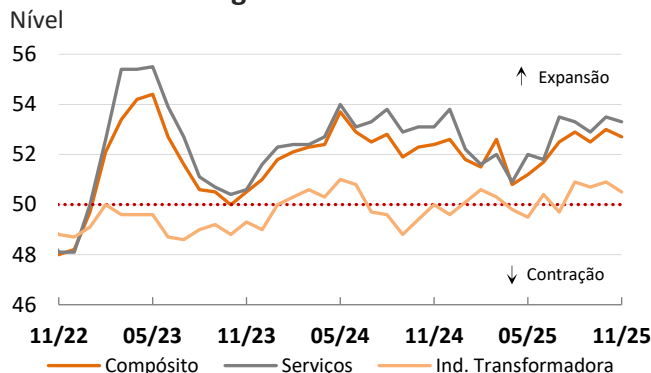


Economia internacional

A atividade económica global permanece forte. Em novembro, o PMI composto para atividade global situou-se em 52,7 pontos, 3 décimas abaixo do valor do mês anterior, embora acima da média do índice nos últimos 30 meses. O crescimento sustentado da produção, bem como a estabilização de novos pedidos de exportação, contribuíram para a solidez da continuidade do crescimento da atividade, situação que é mais notável no setor de serviços do que na manufatura. Por país, a Índia e os EUA continuaram a ter desempenho acima da média dos países analisados, e a Zona

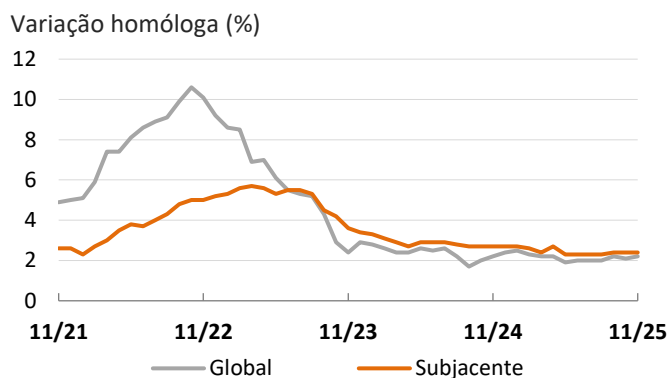
Euro, após vários trimestres de fraqueza, mostrou alguma melhoria. Em relação à China, os indicadores PMI mostraram um crescimento mais débil tanto na manufatura como nos serviços na reta final do ano.

Indicadores PMI globais



A inflação na Zona Euro permanece praticamente dentro da meta do BCE. A inflação geral da Zona Euro subiu para 2,2% homólogo em novembro (+0,1 p.p. em relação a outubro), enquanto a inflação subjacente permaneceu em 2,4%. Entre as principais economias, o IPCH aumentou na Alemanha para 2,6% homólogo (+0,3 p.p. em comparação com outubro), permaneceu em 0,8% na França, caiu em Itália para 1,1% (–0,2 p.p.) e em Espanha para 3,1% (–0,1 p.p., ver [Nota Breve](#)). A imagem de fundo desenhada pelos dados para o agregado da Zona Euro permanece como esperado: inflação com alguma resistência em rubricas inerciais (serviços) mas, no geral, praticamente dentro da meta do BCE. Assim, reforçam a ideia de uma política monetária estável nos próximos trimestres, com um BCE que não quer responder a variações pequenas e transitórias dos dados e que demonstra pouca disposição para ajustar as suas taxas de juro se não houver uma mudança relevante nas perspetivas.

Zona Euro: IPCA



Situação política complicada na Alemanha. A coligação governamental (CDU/CSU juntamente com o SPD) apresentou um projeto de lei sobre pensões que procura garantir que a pensão pública básica não seja inferior a 48% do salário médio nacional. Este projeto deverá ser aprovado pelo *Bundestag* (Congresso) antes do final do ano, mas enfrenta a rejeição dos 18 membros mais jovens do partido conservador CDU, que consideram que um fardo muito elevado está a ser transferido para as gerações futuras e cujo voto é decisivo para avançar. Se não for aprovado, confirmaria a fraqueza do governo atual e reduziria a confiança dos agentes de que outras reformas estruturais podem ser implementadas, necessárias para aumentar o impacto no crescimento dos gastos em defesa e do robusto plano fiscal das infraestruturas aprovado para os próximos 12 anos. Neste sentido, foram aprovados os orçamentos para 2026, que incluem uma dívida total de cerca de 180.000 milhões de euros, mais do triplo da de 2024 e a mais alta desde 2021 após a pandemia. Desta forma, procura financiar um investimento total de 126.700 milhões de euros, 10% acima do orçamento previsto para 2025.

Os dados divulgados esta semana reforçam a expectativa de que a Reserva Federal irá cortar as taxas na sua próxima reunião. No mercado de trabalho, as folhas de salários privadas da ADP mostraram uma queda de 32.000 postos, revertendo grande parte do aumento do mês anterior (+47.000) e mostrando alguma fraqueza em setores como a indústria transformadora e a construção. Na inflação, as boas notícias vieram do ISM de serviços em novembro, com o índice de preços a cair para 65,4 (mínimo de sete meses); na indústria transformadora, os preços recuperaram ligeiramente, mas mantiveram-se próximos da média dos últimos 10 anos. Em termos de atividade, o ISM de serviços subiu 0,8 pontos para 52,6 (máximo dos últimos nove meses), sinalizando uma expansão, enquanto o ISM de manufatura recuou para 48,2, embora a subcomponente de produção tenha avançado com força para 51,4, sugerindo alguma resiliência. Por fim, à espera dos dados de consumo publicados com atraso, a MasterCard publicou que, segundo os seus dados internos, o consumo na *Black Friday* aumentou 4,1% em relação ao ano anterior (principalmente impulsionado pelas vendas *online*, que aumentaram em 10,4%).

O crescimento nos principais países emergentes mantém-se sólido, embora as perspetivas sejam um pouco menos favoráveis. A Índia cresceu 8,2% em termos homólogos no 3T (comparado com 7,8% no 2T), graças ao consumo privado e ao desempenho do setor externo que, apesar de ter abrandado no trimestre, continuou a resistir melhor do que o esperado ao impacto das tarifas dos EUA. O PIB da Turquia cresceu 3,7% em termos homólogos entre julho e setembro (comparado com 4,9% no 2T), a um ritmo mais lento do que o inicialmente previsto, devido à moderação do crescimento da indústria e dos serviços. A procura agregada manteve-se robusta, apesar do contexto apertado no crédito. Finalmente, a economia brasileira cresceu 1,8% em termos homólogos no 3T (comparado com 2,4% no 2T), devido ao crescimento das exportações, apesar das tarifas e da desaceleração da procura global, enquanto o investimento e os gastos das famílias sofreram com a política restritiva do banco central. No entanto, e apesar do bom desempenho registado nestas economias, acreditamos que nos próximos trimestres as suas taxas de crescimento poderão ser limitadas pela imposição de tarifas elevadas pelos EUA sobre as suas exportações, como no caso da Índia e do Brasil, e pela aplicação de políticas monetárias restritivas no Brasil e na Turquia.

Mercados financeiros

Mercados, entre a estabilidade macroeconómica e a incógnita da IA. Além disso, as expectativas de que a Fed volte a cortar as taxas em dezembro, bem como as dúvidas sobre o futuro sucessor de Powell e a sua capacidade de manter a independência da instituição, continuaram a alimentar o sentimento dos investidores. No caso da dívida soberana, a inclinação da curva dos *treasuries* dos EUA aumentou após a queda inesperada do emprego, segundo o inquérito ADP, que contrastou com os pedidos semanais de subsídio de desemprego em mínimos de três anos (após o aumento acentuado de outubro). A isto somaram-se as sólidas vendas da *Black Friday* e os PMI que mantiveram o bom desempenho, enquanto a componente de preços pagos do ISM se moderou, reduzindo os receios de novas pressões inflacionistas. Na Europa, também se inclinaram as curvas soberanas, dada a estabilidade do IPC e dos PMI para novembro, o que consolidou a ideia de um BCE prudente e estável. No Japão, a *yield* da obrigação soberana a 10 anos atingiu máximos de 17 anos, em resultado das maiores expectativas de um aumento das taxas pelo Banco do Japão. Nas bolsas, os mercados acionistas europeus avançaram, com o IBEX a liderar graças ao bom desempenho do setor bancário, enquanto nos EUA os principais índices moveram-se em intervalos apertados, com as empresas tecnológicas a mostrarem um tom misto devido a ajustes nas expectativas de procura por IA e sobre qual empresa será a principal vencedora. Nas divisas, o euro valorizou-se face ao dólar devido às expectativas de cortes da Fed em dezembro, enquanto a libra e o iene perderam terreno. Nas matérias-primas, o petróleo manteve-se praticamente estável devido à falta de progresso nas negociações Rússia-Ucrânia, num contexto de contínuo excesso de oferta, apesar de a OPEP+ ter concordado em suspender os aumentos de produção previstos para o próximo trimestre. Por fim, o preço do gás natural europeu prolongou a sua queda pela expectativa de uma oferta abundante de gás natural liquefeito devido ao aumento das importações dos EUA e à fraqueza da procura asiática.

Pre vemos que a Fed baixe as taxas de juro pela terceira vez em 2025, em 25 p.b., e coloque a taxa dos *fed funds* na faixa dos 3,50%-3,75%. É uma decisão amplamente descontada pelos mercados financeiros (com uma probabilidade atribuída superior a 90%) e antecipada pelo consenso dos analistas. Mas será uma decisão renhida face à crescente divisão dentro do conselho da Fed. Dos 12 eleitores elegíveis, todos os quatro presidentes regionais têm se mostrado

contra a redução das taxas, e dois governadores, embora menos enfáticos, sugeriram uma maior preocupação com os riscos de inflação. Dos restantes seis, três votarão a favor da redução das taxas (os três governadores nomeados por Trump), e os outros três (Powell, Williams e Cook) poderão apoiar um corte. Isto deixa o Conselho dividido, mas acreditamos que os dados mais recentes (como a debilidade das folhas salariais privadas, a queda da confiança dos consumidores, as vendas a retalho lentas em setembro e o recuo das componentes de preços do ISM) serão suficientes para convencer alguns membros a baixar novamente as taxas como medida de "gestão de risco". O foco estará na mensagem do comunicado e no tom de Powell na conferência de imprensa sobre os próximos passos.

		4-12-25	28-11-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,06	2,06	0	-66	-83
	EUA (Libor)	3,76	3,79	-3	-55	-67
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,25	2,21	+4	-21	-13
	EUA (Libor)	3,51	3,51	+0	-67	-67
Taxas 2 anos	Alemanha	2,07	2,03	+4	-1	5
	EUA	3,52	3,49	+3	-72	-62
Taxas 10 anos	Alemanha	2,77	2,69	8	40	66
	EUA	4,10	4,01	9	-47	-8
	Espanha	3,25	3,16	8	19	48
	Portugal	3,10	3,01	10	25	58
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	48	48	0	-22	-18
	Portugal	33	32	2	-15	-8
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.857	6.849	0,1%	16,6%	12,9%
Euro Stoxx 50		5.718	5.668	0,9%	16,8%	15,5%
IBEX 35		16.747	16.372	2,3%	45,2%	38,2%
PSI 20		8.239	8.111	1,6%	29,2%	28,5%
MSCI emergentes		1.377	1.367	0,7%	28,0%	24,9%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,164	1,160	0,4%	12,5%	10,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,874	0,876	-0,3%	5,6%	5,3%
USD/CNY	yuan por dólar	7,072	7,075	0,0%	-3,1%	-2,6%
USD/MXN	pesos por dólar	18,234	18,296	-0,3%	-12,5%	-9,7%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		111,1	110,4	0,6%	12,5%	14,1%
Brent a um mês	\$/barril	63,3	63,2	0,1%	-15,2%	-12,2%
Gas n. a um mês	€/MWh	27,1	28,8	-6,0%	-44,6%	-41,8%

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