

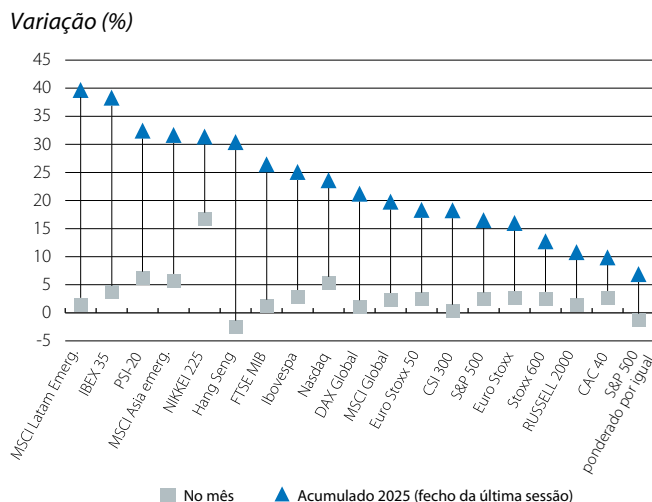
Os mercados ponderam a distensão geopolítica e as dinâmicas tecnológicas

Os ativos de risco recuperam, mas não sem altos e baixos. A trégua comercial entre os EUA e a China, o cessar-fogo em Gaza e a retoma das negociações orçamentais em França apoiaram o sentimento dos investidores. Globalmente, em outubro, os principais índices bolsistas atingiram máximos históricos, o dólar valorizou-se, as *yields* da dívida soberana diminuíram e os spreads periféricos da zona euro estreitaram-se, enquanto as matérias-primas exibiram uma disparidade entre a subida dos metais e a queda dos preços do crude. Apesar deste tom globalmente positivo, os preços não estiveram isentos de volatilidade e registaram movimentos de vaivém, nomeadamente nos mercados bolsistas, nas taxas de juro soberanas e em algumas matérias-primas. Perante este cenário, os bancos centrais atuaram como esperado: a Fed baixou as taxas, o BCE manteve as taxas inalteradas e as expectativas de política monetária dos investidores mantiveram-se relativamente estáveis.

Os bancos centrais mantiveram o rumo. A Reserva Federal reduziu as taxas em 25 p. b., colocando a taxa dos *fed funds* no intervalo 3,75%-4,00%, e anunciou o fim do programa de redução do balanço a partir de dezembro. Entretanto, o tom do Presidente Powell foi mais cauteloso e advertiu que novas quedas não devem ser consideradas como garantidas, especialmente num contexto de dados incompletos devido ao encerramento do Governo (*shutdown* em inglês). Para além disso, as declarações de diferentes membros da Fed revelaram uma notável disparidade de opiniões no seio do FOMC. Não obstante, os investidores continuam a apostar numa nova descida das taxas em dezembro (embora tenham moderado a probabilidade para cerca de 70%) e mantêm a expectativa de mais duas descidas em 2026. Relativamente ao BCE, manteve as taxas em 2,00% e reiterou a sua estratégia de tomar decisões «reunião a reunião» e de acordo com «a evolução dos dados», recusando-se a dar pistas sobre a evolução futura das taxas de juro. Embora o BCE tenha salientado uma melhoria do equilíbrio dos riscos que afetam a economia da Zona Euro, os mercados mantiveram as suas expectativas em grande medida inalteradas, fixando o preço numa probabilidade próxima de 95% de que a taxa *depo* se mantenha em 2,00% em dezembro, mas com algum enviesamento no sentido descendente para 2026 (45% de probabilidade implícita de que o BCE acabe por reduzir a taxa *depo* para 1,75% no primeiro semestre do próximo ano).

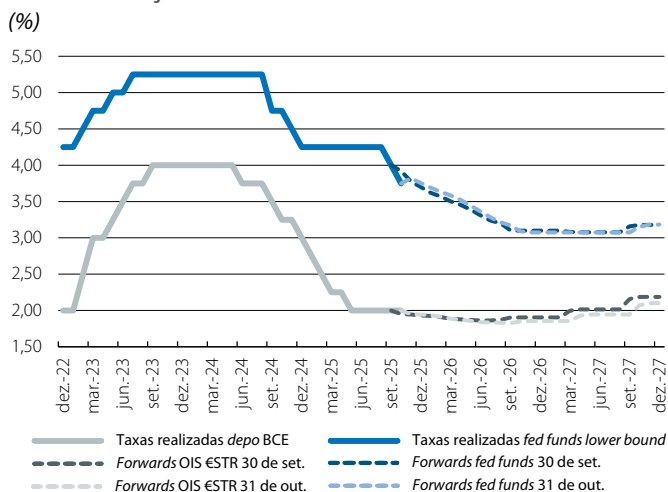
Quedas indecisas das taxas de juro soberanas. Um mês de avanços e recuos para a dívida soberana, que acabou por se traduzir numa descida generalizada das respetivas taxas de juro dos dois lados do Atlântico (e com uma descida mais acentuada nos prazos mais longos). Nos EUA, as taxas soberanas acumularam quedas de até 20 p. b., embora tenham recuperado no final de outubro, após a reunião do FOMC e o tom mais cauteloso de Powell, além de encontrarem suporte na trégua

Desempenho dos índices bolsistas no ano e no mês



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

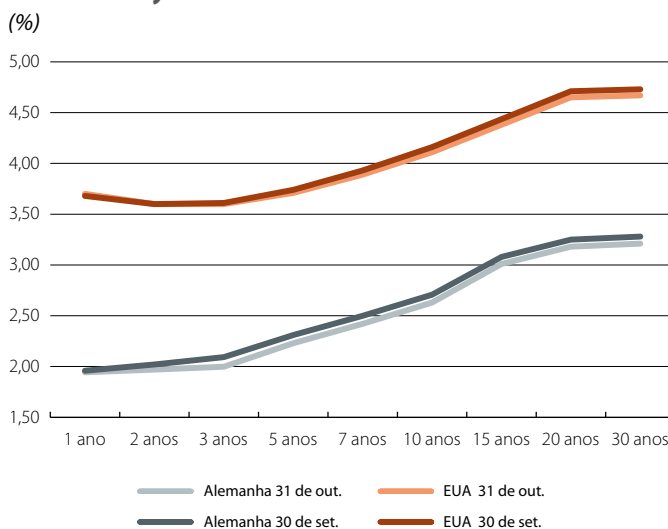
Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



Nota: Implícitas de futuros sobre o EFFR e taxas OIS do €STR.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Curvas das yields soberanas



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

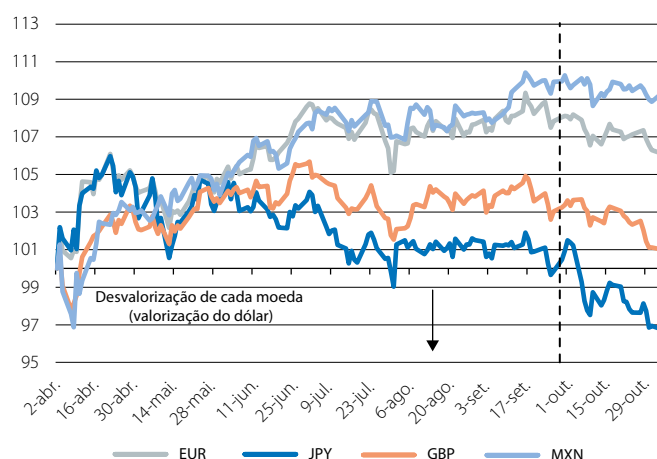
comercial com a China. Na Europa, o desempenho foi semelhante: com o *bund* a ser pressionado na primeira metade do mês, mas a recuperar algum terreno na segunda metade. Em contrapartida, os prêmios de risco na periferia da Zona Euro diminuíram (não só em Itália, Espanha e Portugal, mas também em França, tendo em conta a retoma das negociações para o orçamento de 2026).

Apreciação generalizada do dólar. Após uma forte desvalorização na primeira metade do ano e um verão globalmente estável, o dólar apreciou em outubro, apoiado por indicadores sólidos da atividade nos EUA (apesar da falta de estatísticas públicas, suspensas devido ao *shutdown* do Governo e pela tendência ligeiramente *hawkish* nos comentários de alguns membros da Fed no final do mês. Em resultado disso, o euro desvalorizou para 1,15 dólares e atingiu o nível mais baixo desde junho. Em contrapartida, o iene japonês enfraqueceu durante o mês, também penalizado pela expectativa de continuação da política acomodatória do Banco do Japão, que manteve as taxas inalteradas.

As bolsas estão a avançar, mas com sinais de prudência face às valorizações tecnológicas. Os principais índices dos EUA e da Europa subiram para máximos históricos durante o mês, impulsionados pela resiliência da economia global, pela trégua comercial entre os EUA e a China e pelos fortes lucros das empresas. Apesar de, no conjunto do mês, o setor tecnológico ter sido um dos principais motores dos mercados acionistas norte-americanos, registaram-se alguns momentos de correção, com os comentários do mercado a centrarem-se nas empresas tecnológicas, nos seus elevados múltiplos de avaliação e nas exigentes expectativas de investimento em inteligência artificial. O avanço setorial na Europa foi um pouco mais equilibrado, com uma boa contribuição do setor financeiro, enquanto, por país, o IBEX 35 e o PSI-20 estiveram entre os índices que registaram os maiores ganhos no conjunto do mês.

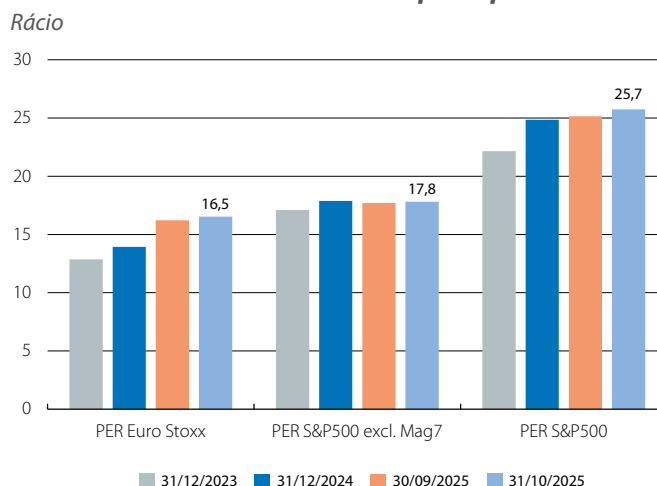
Dinâmicas díspares entre as matérias-primas. Enquanto os metais industriais e as matérias-primas agrícolas subiram acentuadamente em outubro, as matérias-primas energéticas desceram e o ouro registou altos e baixos significativos durante o mês. Nomeadamente, depois de acumular fortes ganhos nas primeiras semanas, o ouro sofreu uma correção no final de outubro, recuando quase 10% em relação aos máximos atingidos em meados do mês. Os metais industriais registaram ganhos em toda a linha, com o alumínio e o cobre a subirem acentuadamente. Já o petróleo fechou o mês em terreno negativo, sob o efeito da perspetiva de um excesso de oferta (a Agência Internacional da Energia reviu em alta a previsão de excedente mundial para 2026). Esta perspetiva levou a OPEP a fazer uma pausa nos seus aumentos de produção, anunciando que não haverá aumentos no 1T 2026, após um aumento de produção relativamente modesto (137.000 bpd) em dezembro. Entretanto, os preços do petróleo também flutuaram, oscilando entre 61 dólares por barril de Brent e um pico de 67 dólares (atingido após a imposição de sanções dos EUA e a UE contra as petrolíferas russas Rosneft e Lukoil).

Desempenho de moedas seleccionadas face ao dólar Índice (100 = 02/04/2025)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

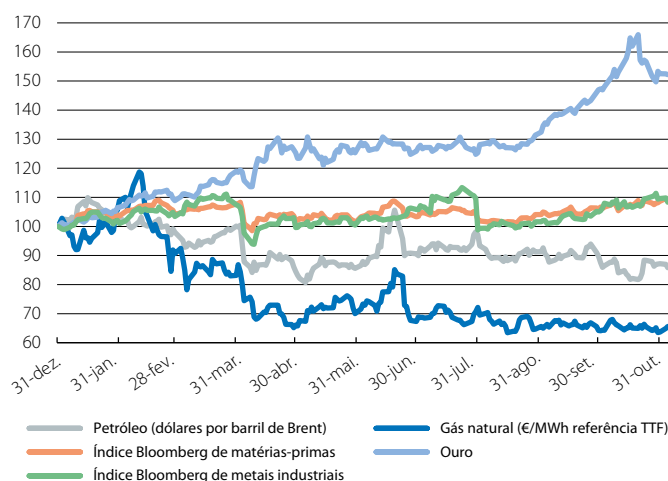
Zona Euro e EUA: rácio PER* dos principais índices



Nota: * Preço das ações/lucros esperados para os próximos 12 meses.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 31/12/2024)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Os limites da dívida: edição de 2025

Ao longo das últimas décadas, registou-se um aumento acentuado e generalizado da dívida pública, como analisámos há um ano.¹ Em alguns dos países que atingiram picos elevados, a situação está a ser corrigida, mas noutros casos os níveis são elevados e não mostram sinais de abrandamento (ver primeiro gráfico). Tal facto gerou alguns momentos de desconforto nos mercados financeiros, com uma maior sensibilidade dos investidores às contas públicas.

Das economias avançadas que, depois de terem atingido elevados níveis de endividamento, não dão sinais de os corrigir, destacam-se os EUA, a França, o Reino Unido, a Bélgica e o Japão. As perspetivas de crescimento do PIB nominal, do saldo orçamental e do crescimento das taxas de juro sugerem que os rácios de dívida pública continuarão a deteriorar-se significativamente nos próximos anos nos EUA, em França e na Bélgica (ver primeira tabela).² Nestes três casos, o aumento projetado da dívida reflete a perspetiva de manutenção de elevados défices primários (isto é, excluindo os pagamentos de juros) das administrações públicas.³ Além disso, nos EUA, um diferencial de taxas de juro menos favorável e o crescimento económico também estão a impactar negativamente. No Japão, pelo contrário, o diferencial entre as taxas e o crescimento deverá facilitar a redução da dívida, enquanto no Reino Unido o rácio da dívida tenderá a estabilizar-se nos níveis atuais, se as perspetivas em matéria de taxas, crescimento e política orçamental forem cumpridas.

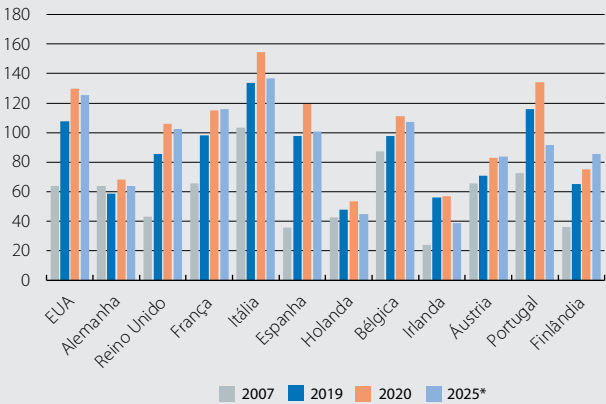
A inversão destas tendências não será fácil sem um esforço orçamental substancial.⁴ Com base nas previsões atuais do PIB e das taxas de juro, os EUA, França e Bélgica deveriam convergir para um saldo orçamental primário pelo

1. Ver Focus «Os limites da dívida» no IM01/2025.
2. Previsões do FMI para o crescimento nominal do PIB (*g*) e para o saldo orçamental primário (*b*) (atualização do outono de 2025 do World Economic Outlook do FMI). Previsões de taxas de juro (*i*) baseadas em *forwards* de mercado (calibrados para a maturidade média de cada país), e no pressuposto de que todos os anos uma percentagem da dívida proporcional ao prazo médio é renovada à taxa de mercado. Com estes *g*, *b* e *i*, projetamos a evolução do rácio da dívida pública em relação ao PIB (*d*) a partir da equação clássica para a dinâmica da dívida:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} \times d_t - b_{t+1}$$

3. Nos EUA, o Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) estima que a *One Big Beautiful Bill* aprovada pela Administração Trump no verão irá acrescentar mais de 1,5 p. p. ao défice primário anual em 2026 e 2027, e entre 1,0 p. p. e 1,5 p. p. em 2028-2030, representando mais de um terço do défice primário anual projetado pelo FMI. Ver CRFB (2025), «The 30-Year Cost of OBBA». A fragmentação parlamentar em França dificulta a adoção de medidas para reduzir significativamente os défices primários que partem de níveis elevados (-3,7% em 2024).
4. Estas projeções não têm em conta o *feedback* negativo que uma consolidação orçamental significativa teria sobre o crescimento económico, uma situação que complica ainda mais a realidade das finanças públicas nos países em questão.

Dívida pública bruta (% do PIB)



Nota: * Previsão para 2025 de acordo com o relatório da primavera de 2025 da Comissão Europeia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Dinâmica da dívida pública nas principais economias (% do PIB)

	Dívida pública bruta			Saldo orçamental primário	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Projeção para 2030	Estabiliza a dívida a partir de 2030**
EUA	125	22	44	-3,4	1,0
Alemanha	64	9	20	-2,4	-0,4
Japão	246	-12	-13	-2,5	-2,7
Reino Unido	103	-1	-4	0,7	0,0
França	116	14	28	-2,9	-0,1
Itália	137	-5	-9	1,9	1,1
Espanha	101	-8	-14	0,6	-0,6
Holanda	45	5	11	-1,6	-0,4
Bélgica	107	16	33	-3,6	-0,2
Irlanda	39	-10	-19	1,3	-0,6
Áustria	84	6	13	-1,6	-0,1
Portugal	92	-12	-18	0,7	-0,6
Finlândia	86	7	13	-2,0	-0,9
Grécia	147	-20	-34	2,0	-0,8

Notas: * Variações da dívida pública até 2030 e 2035 projetadas com base nas previsões do PIB nominal e do saldo orçamental primário (excluindo juros) do FMI (pressupondo que, entre 2031 e 2035, se mantém o desempenho observado em 2030) e na taxa de juro média da dívida segundo os *forwards* de mercado (30 de setembro de 2025). ** O PIB nominal deverá registar o mesmo crescimento que em 2030.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia, do FMI (WEO outubro 2025), da Bloomberg, do BCE e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

menos equilibrado, a fim de começar a reduzir os seus rácios da dívida (ver a última coluna do primeiro quadro). Sem alterações na trajetória da política orçamental, a descida das taxas de juro ou a retoma do crescimento do PIB nominal necessárias para estabilizar e começar a corrigir a dívida deverão ser muito substanciais (ver segundo e terceiro quadros). Em contrapartida, tal não significa que a sustentabilidade da dívida seja facilmente comprometida por um aumento das taxas de juro do mercado. Esta situação deve-se ao facto de os picos de taxas nos mercados secundários serem diluídos por um prazo médio de vencimento relativamente elevado da dívida (atenuando a percentagem de dívida a refinanciar a um custo potencial-

mente mais elevado). A título de exemplo, tendo em conta os prazos médios atuais da dívida, estimamos que um aumento sustentado das taxas de juro nos mercados secundários em 100 pontos base provocaria um acréscimo do custo médio da dívida, num horizonte médio de 10 anos, de cerca de 25 pontos base, em média, nos países analisados (no terceiro ano, o impacto médio seria de cerca de 15 pontos base, no quinto ano de aproximadamente 25 pontos base e, no décimo, de cerca de 45 pontos base).

No entanto, a trajetória da periferia da Zona Euro e a sua dinâmica de crescimento e de taxas de juro são, *a priori*, favoráveis à continuação da redução dos rácios de endividamento: como mostra a primeira tabela, neste cenário, Itália, Espanha e Portugal poderiam atingir reduções de quase 10 p. p., 15 p. p. e 20 p. p. em 10 anos, respetivamente. Por outro lado, como se pode ver no segundo e terceiro quadros, a periferia da Zona Euro tem alguma margem de manobra para suportar um aumento das taxas de juro ou um abrandamento do PIB e continuar a reduzir os rácios da dívida. Todavia, estes países partem ainda de níveis de dívida elevados e a sua correção mais substancial exige também um esforço orçamental significativo, como mostra o último quadro.⁵

A Alemanha apresenta um caso especial. O seu nível de dívida pública é baixo, mas as projeções do PIB, das taxas e do saldo orçamental apontam para um aumento significativo da dívida, impulsionado pelos planos de investimento e de despesas com a defesa que reorientaram a política orçamental alemã no último ano.⁶

Uma dívida elevada não é necessariamente algo mau. A dívida é um mecanismo para armazenar riqueza, combater crises e investir no futuro. Os países com melhor capacidade creditícia são os que podem contrair mais empréstimos. Não obstante, a qualidade creditícia pode ser facilmente corroída se a economia não conseguir recuperar o espaço orçamental em períodos favoráveis. Este facto é particularmente relevante após anos de forte crescimento nominal do PIB e num contexto de pressões estruturais sobre as despesas (envelhecimento da população, defesa e transição energética).⁷

5. Nas novas regras orçamentais da UE, aprovadas em 2024, prevê-se alguma flexibilidade através de planos de ajustamento a médio prazo. Ver «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.
6. Para uma análise das necessidades de investimento da Europa e das perspetivas da dívida pública, ver o artigo «O dilema orçamental a médio prazo da Europa» no presente Dossier.
7. Segundo o FMI, nas principais economias europeias, o pagamento de juros da dívida pública, o envelhecimento da população (pensões e cuidados de saúde), a transição energética e as despesas com a defesa geram uma pressão adicional sobre as despesas públicas anuais de 5,75% do PIB até 2050. FMI (2025), «Long-term spending pressures in Europe», Departmental Paper.

Taxa de juro média da dívida: média 2026-2030

	Implícitas nos forwards de mercado*	Estabiliza a dívida aos níveis de 2025**
EUA	4,1	0,6
Alemanha	2,0	-1,1
Japão	0,8	1,8
Reino Unido	3,4	3,7
França	2,5	0,1
Itália	3,1	3,9
Espanha	2,8	4,5
Holanda	2,0	-0,2
Bélgica	2,6	-0,5
Irlanda	1,8	7,2
Áustria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlândia	2,1	0,5
Grécia	2,4	5,3

Notas: * A projeção do custo médio assume que todos os anos uma parte da dívida (determinada pelo prazo médio) é renovada à taxa de juro implícita nos mercados em 30 de setembro de 2025. ** Assumindo que a taxa de juro se mantém inalterada ao longo de todo o horizonte.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg (forwards a 30 de setembro de 2025), do FMI (WEO outubro 2025), do BCE, da Comissão Europeia e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

PIB nominal

Variação anual (%)

	Média 2026-2030 prevista (FMI)	Estabiliza a dívida*
EUA	3,8	7,4
Alemanha	3,2	4,6
Japão	2,6	1,1
Reino Unido	3,7	5,3
França	3,0	5,6
Itália	2,7	2,7
Espanha	4,2	3,4
Holanda	3,5	5,6
Bélgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	-1,7
Áustria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlândia	3,4	7,4
Grécia	3,9	0,3

Notas: * Em 2030, dívida estável nos níveis de 2025. Pressupõe um saldo orçamental primário estável nos níveis de 2025 e que os pagamentos de juros evoluem de acordo com as projeções baseadas nos forwards do mercado.
Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO outubro), Comissão Europeia, Bloomberg, BCE e tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

Saldo orçamental primário

(% do PIB)

	Previsto 2025 (FMI)	Estabiliza a dívida*	Restitui a dívida de 2019 em 10 anos	Reduz a metade a distância da dívida vs. 60% em 10 anos**
EUA	-3,8	0,6	2,4	3,6
Alemanha	-1,6	-0,5	0,0	-0,3
Japão	-0,9	-3,5	-2,5	0,3
Reino Unido	-1,8	-0,1	1,6	2,9
França	-3,4	-0,3	1,5	2,5
Itália	0,5	0,9	1,1	4,6
Espanha	-0,6	-1,0	-0,7	1,1
Holanda	-1,5	-0,5	-0,8	-1,3
Bélgica	-3,7	-0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	-0,8	-2,7	-1,9
Áustria	-3,0	-0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	-0,9	-3,4	0,7
Finlândia	-4,2	-0,9	1,2	0,4
Grécia	3,2	-1,5	-5,3	3,0

Notas: * Em 2030, a dívida foi estabilizada no nível de 2025. ** Nos níveis de 2007 para os EUA, Japão e Reino Unido.
Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO outubro), da Comissão Europeia, da Bloomberg, do BCE e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euribor 3 meses	2,04	2,03	1	-67,4	-101,6
Euribor 12 meses	2,20	2,19	0	-26,4	-35,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,88	1,94	-6	-36,5	-56,6
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,97	2,02	-5	-11,4	-29,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,63	2,71	-8	26,6	24,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,14	3,26	-11	8,2	4,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,99	3,12	-12	14,5	20,0
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	4,00	-25	-50,0	-100,0
SOFR 3 meses	3,89	3,98	-9	-41,6	-68,2
Dívida pública a 1 ano	3,68	3,61	6	-46,6	-60,3
Dívida pública a 2 anos	3,57	3,61	-3	-66,8	-60,9
Dívida pública a 10 anos	4,08	4,15	-7	-49,2	-22,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	56	-1	-3,0	-2,8
Itraxx Financeiro Sénior	59	60	-1	-4,9	-5,3
Itraxx Financeiro Subordinado	100	103	-2	-11,8	-12,9

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,154	1,173	-1,7	11,4	6,3
EUR/JPY (ienes por euro)	177,670	173,530	2,4	9,1	6,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,877	0,873	0,5	6,0	4,7
USD/JPY (ienes por dólar)	153,990	147,900	4,1	-2,0	0,4

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	540,3	545,9	-1,0	0,7	1,0
Brent (\$/barril)	65,1	67,0	-2,9	-12,8	-10,3
Ouro (\$/onça)	4.002,9	3.859,0	3,7	52,5	43,6

Mercado acionista

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.840,2	6.688,5	2,3	16,3	17,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.662,0	5.530,0	2,4	15,6	15,9
Ibex 35 (Espanha)	16.032,6	15.475,0	3,6	38,3	36,9
PSI 20 (Portugal)	8.427,0	7.957,6	5,9	32,1	31,8
Nikkei 225 (Japão)	52.411,3	44.932,6	16,6	31,4	33,4
MSCI emergentes	1.401,6	1.346,1	4,1	30,3	24,4