

Estabilidade global: reflexo superficial ou solidez estrutural?

Estabilidade da economia mundial, face a um mosaico de riscos. A última atualização das perspetivas económicas mundiais do FMI destaca expectativas de crescimento estáveis para a economia mundial (PIB +3,3% em 2026 e 3,2% em 2027). O dinamismo tecnológico, especialmente o investimento relacionado com a IA, continua a apoiar a atividade, sobretudo nos EUA, compensando os efeitos adversos das persistentes tensões comerciais e da elevada incerteza geopolítica. Perante esta conjuntura, o FMI prevê um abrandamento gradual do comércio internacional (+2,6% em 2026 vs. 4,1% em 2025) e a atividade económica apresenta uma dinâmica mista. Embora se espere que os EUA continuem a crescer acima dos 2,0% graças ao investimento tecnológico e a estímulos fiscais, as perspetivas para a Europa são condicionadas por obstáculos estruturais e por alguma consolidação das contas públicas (com a notável exceção da implementação do plano fiscal alemão). Nas economias emergentes, a Índia está a destacar-se pelo seu crescimento particularmente dinâmico e equilibrado, enquanto o crescimento na China conseguiu resistir a um ano difícil, mas enfrenta importantes desafios estruturais. A inflação deverá, no entanto, prosseguir a sua trajetória descendente, tanto nas economias avançadas como nas emergentes. O Fundo adverte também para os riscos de deterioração das suas previsões, tais como um possível ajustamento das avaliações das empresas relacionadas com a IA, uma nova escalada das tensões geopolíticas ou litígios comerciais que afetem as cadeias de abastecimento globais. Em contrapartida, os riscos incluem um aumento mais rápido do que o previsto da produtividade graças à IA e a consolidação de acordos comerciais e reformas estruturais que reduzam as barreiras e aumentem o investimento.

Um final de 2025 melhor do que o previsto. No 4T de 2025, o PIB da Zona Euro registou um crescimento de 0,3% em cadeia, o que eleva o crescimento para o conjunto do ano para 1,5% (vs. 0,9% em 2024). O dinamismo da atividade é particularmente notável num ano marcado por uma elevada incerteza e pela eclosão de tensões comerciais com os EUA, evidenciando uma aceleração transversal no final do ano. A Alemanha acelerou para 0,3% no 4T, depois de ter estagnado no trimestre anterior, elevando o seu crescimento médio em 2025 para 0,3%, após dois anos de declínio. Itália também registou um avanço de 0,3% no 4T (vs. 0,1% anteriormente), elevando o crescimento médio em 2025 para 0,7%. Inversamente, França abrandou para 0,2% no 4T (vs. 0,5% anteriormente) e reduziu o crescimento para 0,9% em 2025. Segundo as perspetivas para 2026, a Zona Euro continuará a registar taxas de crescimento próximas dos níveis atuais, num contexto em que o impacto positivo da política orçamental expansionista na Alemanha será contrabalançado pelos progressos no processo de consolidação orçamental em França e Itália. Por outro lado, nos EUA a publicação dos dados relativos ao 4T foi adiada (para 20 de fevereiro) devido a dificuldades na recolha de dados decorrentes do encerramento do Governo federal em outubro, mas os principais *nowcasts* apontam para um trimestre dinâmico e a economia dos EUA poderá mesmo ultrapassar um crescimento de 2,0% em 2025.

A atividade global entra em 2026 numa boa posição. Na Zona Euro, o índice de confiança dos consumidores aumentou para -12,4 em janeiro, o melhor valor em 11 meses, enquanto o PMI composto

Global: projeções de crescimento do PIB

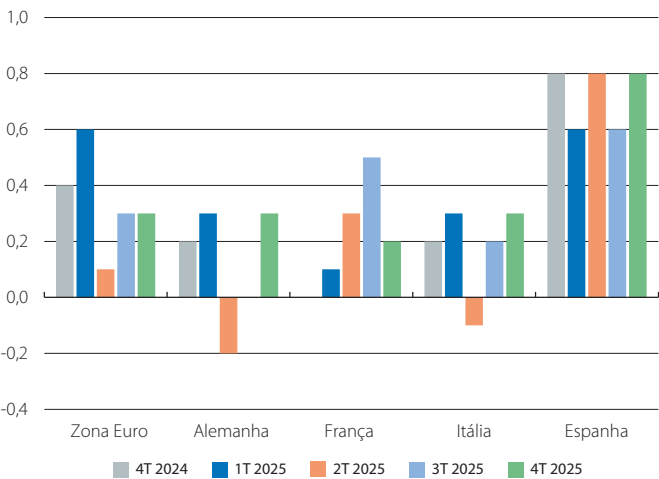
Variação anual (%)

	Projeções WEO de janeiro				Diferença em relação ao WEO de outubro de 2025 (p. p.)	
	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Economia mundial	3,3	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0
Economias avançadas	1,8	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0
EUA	2,8	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1
Zona Euro	0,9	1,5	1,3	1,4	0,1	0,0
Alemanha	-0,5	0,3	1,1	1,5	0,2	0,0
França	1,1	0,9	1,0	1,2	0,1	0,0
Itália	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,1
Espanha	3,5	2,8	2,3	1,9	0,3	0,2
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,3	4,4	4,2	4,1	0,2	-0,1
China	5,0	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2
Índia	6,5	7,3	6,4	6,4	0,2	0,0

Notas: Relativamente aos países da Zona Euro e à China, são apresentadas estimativas oficiais do PIB para 2025. Para a Índia, dados e projeções em termos de ano fiscal.
Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (World Economic Outlook, Jan. de 2026), Eurostat e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

Zona Euro: PIB

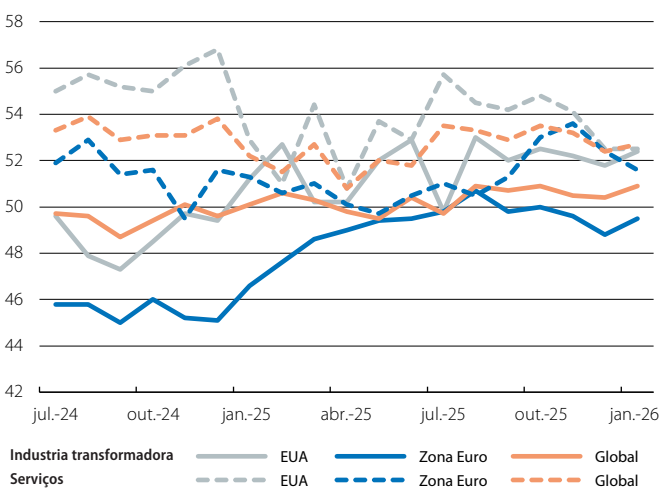
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Eurostat.

Global: PMI

Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados de JP Morgan e S&P Global PMI.

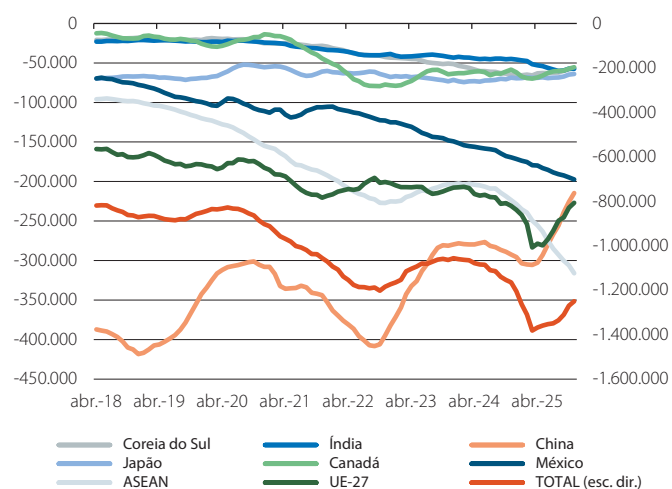
desceu ligeiramente para 51,3 pontos, com a indústria transformadora a melhorar (para 49,5 vs. 48,8 anteriormente) e os serviços a perderem dinamismo (51,6 vs. 52,4 anteriormente). Por país, a recuperação da Alemanha foi notável, com o seu PMI a subir para 52,1 pontos, com melhorias tanto nos serviços como na indústria transformadora. Nos Estados Unidos, os PMI revelam igualmente uma economia em expansão, com o indicador dos serviços estável em 52,5 e o da indústria transformadora em 52,4 (vs. 51,8 anteriormente). Em contrapartida, a confiança dos consumidores do Conference Board caiu acentuadamente para 84,5, o seu nível mais baixo desde 2014, afetada por uma perceção de fraqueza no mercado de trabalho dos EUA e um maior enfoque nos riscos comerciais, geopolíticos e políticos internos, reforçando a desconexão observada nos últimos meses entre a confiança das empresas e a confiança dos consumidores.

A UE continua a andar no gelo. Após a escalada das tensões geopolíticas com os EUA sobre a crise da Gronelândia no início do ano, em que a UE chegou a considerar a possibilidade de ativar (pela primeira vez) o seu instrumento antioerção, o confronto atenuou-se após uma reunião entre Trump e o Secretário-Geral da NATO sobre a segurança na região do Ártico durante o Fórum Económico Mundial. Apesar do aparente desanuviamento nas relações transatlânticas, o episódio sublinha que o bloco europeu continua a navegar num ambiente geoeconómico particularmente difícil. Neste contexto, a UE e a Índia chegaram a um acordo de comércio livre para reduzir significativamente as barreiras tarifárias em 90% das exportações da UE, o que, de acordo com a Comissão Europeia, poderia duplicar as exportações europeias de bens para a Índia, embora a partir de um nível baixo (menos de 2% do total). Em contrapartida, o facto de o Parlamento Europeu ter remetido o Tratado Mercosul para o Tribunal de Justiça Europeu ilustra as dificuldades em fazer avançar a estratégia de diversificação comercial da UE. Do mesmo modo, na sequência da recente cimeira sobre minerais críticos, convocada pelo Secretário de Estado dos EUA, Marco Rubio, com a participação de mais de 30 países (incluindo o G7, a UE, a Índia, a Coreia do Sul, o México e a Austrália, entre outros), que procuraram formar uma aliança para reforçar as cadeias de valor globais, foram discutidas novas iniciativas no setor e os EUA revelaram a criação de um fundo público-privado para gerir reservas estratégicas (denominado Project Vault).

A China cumpre os objetivos para 2025, mas prevê um «Ano do Cavalo» com obstáculos. O PIB da China avançou 1,2% em cadeia no 4T de 2025 (1,1% no 3T), elevando o crescimento no conjunto do ano para 5,0%, em linha com o objetivo das autoridades. Não obstante, os indicadores mensais de atividade revelaram um abrandamento do consumo e do investimento ao longo do 4T. Mais especificamente, o investimento em áreas urbanas registou uma contração de 3,8% no conjunto do ano, o nível mais baixo da série histórica. Neste contexto, os PMI de janeiro apontam para um novo abrandamento no início de 2026. O PMI composto oficial caiu para 49,8 (50,7 em dezembro), com descidas nos três subíndices (indústria transformadora, serviços e construção). Entretanto, o PMI da indústria transformadora do RatingDog subiu ligeiramente (de 50,1 para 50,3) e o PMI dos serviços de 52,0 para 52,3. Estes dados sublinham a dinâmica da fraca procura interna e reforçam a probabilidade de novos anúncios de estímulo no final do trimestre. Apesar do alívio regulamentar, persistem no setor problemas de solvência e de excesso de capacidade que são difíceis de resolver para uma recuperação sustentada da atividade.

EUA : balança comercial de bens

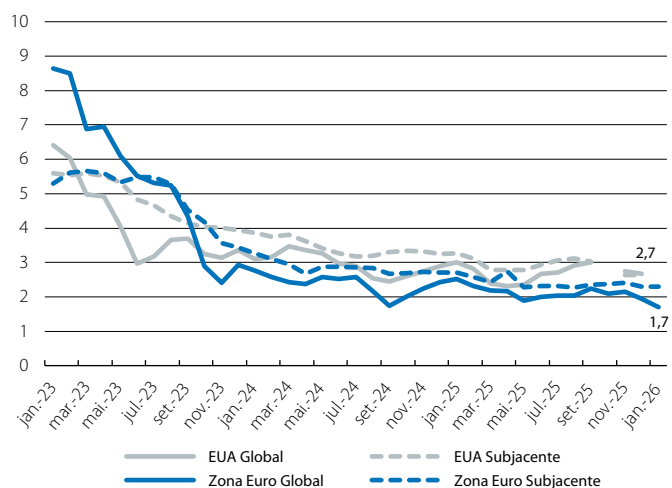
Milhões de dólares (acumulado de 12 meses)



Fonte: BPI Research, com base em dados da BEA

Inflação global e subjacente

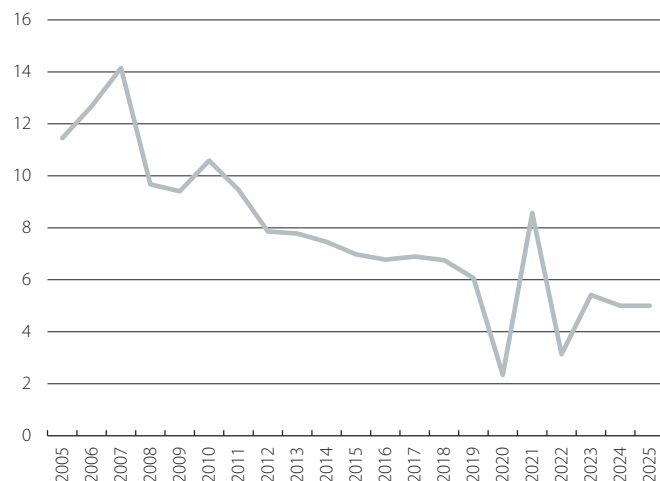
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

China: PIB

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do National Bureau of Statistics of China.

Horas trabalhadas e produtividade: será Espanha um caso isolado na UE?

O debate sobre o tempo de trabalho ganhou uma intensidade considerável em Espanha, por um lado, devido a propostas de redução do tempo de trabalho e, por outro, devido ao aumento das horas não trabalhadas devido a incapacidade temporária. Independentemente do impacto nos custos das empresas e no mercado de trabalho, são particularmente interessantes as implicações para a produtividade do trabalho, que, no caso de Espanha, apresenta leituras muito divergentes desde a pandemia, consoante seja medida por hora trabalhada ou por empregado. Pretendemos aqui situar estes debates no contexto europeu, traçando semelhanças e diferenças com outros países à nossa volta.

Uma tendência secular de declínio, mas com nuances

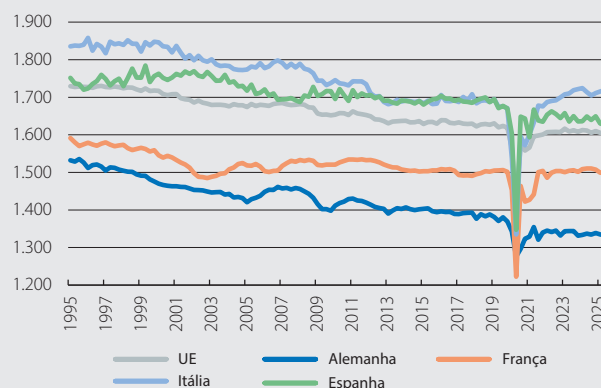
Nas últimas três décadas, o número de horas trabalhadas por empregado na UE diminuiu 7%, passando de cerca de 1.730 horas por ano em 1995 para pouco mais de 1.600 horas atualmente (ver primeiro gráfico). Por detrás desta tendência partilhada (também por outras economias desenvolvidas), existem algumas diferenças notáveis.

Primeiramente, enquanto a mudança em França, Itália e Espanha é muito semelhante à observada para o agregado, a diminuição foi significativamente maior na Alemanha (quase 200 horas menos, 13% menos do que o nível inicial), consolidando ainda mais a sua posição como o país entre os quatro grandes com o menor número de horas trabalhadas. Em segundo lugar, a maior parte da redução do número de horas trabalhadas ocorreu entre 1995 e 2005, sobretudo em França, na sequência da reforma do início do século, que reduziu a semana de trabalho de 40 para 35 horas. Em contrapartida, Espanha e Itália apresentam um comportamento excecional e oposto, com uma aceleração progressiva da queda das horas trabalhadas, no primeiro caso, e uma inversão nos últimos anos da tendência anterior no segundo.¹

Em terceiro lugar, podem ser identificados fatores comuns subjacentes à redução secular do tempo de trabalho, como o aumento do emprego a tempo parcial (voluntário ou involuntário), um maior peso do emprego feminino, no setor dos serviços e com idade mais avançada – grupos com horários de trabalho em média mais curtos – e uma maior preferência pelo tempo de lazer (refletida, por exemplo, numa redução contínua das horas extraordinárias).² Existem, no entanto, outros elementos que surgiram no período pós-pandemia,³ como o maior (menor) dinamismo de algumas atividades económicas com horários abaixo (acima) da média, como a

Horas anuais trabalhadas por empregado: total por país da UE (1995-2025)

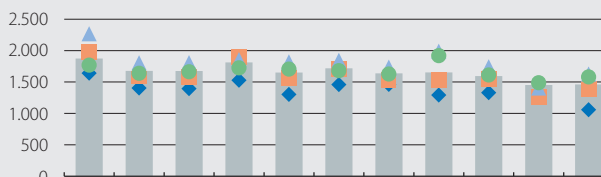
Número



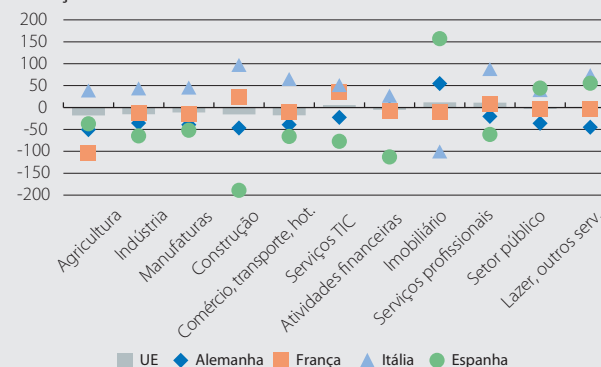
Nota: Dados trimestrais anualizados, ajustados em função da sazonalidade e do calendário.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Horas anuais trabalhadas por empregado: por setor e país da UE

Nível no 3T 2025



Varição 4T 2019 - 3T 2025



Notas: Dados trimestrais anualizados, ajustados em função da sazonalidade e do calendário. Seções CNAE individuais ou agrupadas. «Indústria» inclui as indústrias extrativas, transformadoras e utilities.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

administração pública (indústria),⁴ a escassez de mão de obra em alguns setores – que, após o *choque* da guerra na Ucrânia, teria favorecido a retenção de trabalhadores com menor intensidade de trabalho – ou o aumento das baixas temporárias por doença.⁵

1. Para o aumento geral do trabalho intensivo em Itália, ver o capítulo 4 sobre o mercado de trabalho no Ufficio Parlamentare di Bilancio (2025), «Rapporto sulla politica di bilancio 2025».

2. Banco de Espanha (2023), «An analysis of hours worked per worker in Spain: trends and recent developments» e BCE (2025), «Who wants to work more? Revisiting the decline in average hours worked».

3. BCE (2023). «More jobs but fewer working hours».

4. Ver o segundo gráfico para as diferenças sectoriais no número de horas trabalhadas e, para uma análise da dinâmica setorial recente, o Focus «Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal, nem robusto» no IM01/2026.

5. Relativamente a este último fator no caso de Espanha, ver Focus «A disparidade entre trabalhadores e horas trabalhadas em Espanha» no IM07/2024.

E, em quarto lugar, no período pós-pandemia, vemos que as alterações no número de horas trabalhadas nos diferentes setores são, em geral, semelhantes e moderadas em toda a UE (ver segundo gráfico). França partilha o mesmo diagnóstico, enquanto os recuos na Alemanha e os avanços em Itália são igualmente transversais, embora um pouco mais intensos. Não obstante, a dispersão é bastante acentuada em Espanha, onde se observa uma queda notável na construção (menos 11% de horas trabalhadas no 3T 2025 em comparação com o 4T 2019) e nas atividades financeiras (menos 7%), em comparação com aumentos nas atividades imobiliárias, no setor público e nos serviços de lazer e entretenimento.⁶

A complexa relação entre horas trabalhadas e produtividade

A literatura académica refere uma relação bidirecional, mas inconclusiva, entre a produtividade e o tempo de trabalho.⁷ De facto, por um lado, os ganhos de eficiência podem gerar um efeito positivo no rendimento se estiverem associados a salários mais elevados, o que acaba por reduzir o número de horas oferecidas por um trabalhador, mas também podem levar a uma maior substituição do lazer pelo trabalho se o primeiro se tornar mais caro em termos relativos. Em contrapartida, no sentido oposto, pode haver um efeito de fadiga na produtividade resultante de mais horas trabalhadas (rendimentos decrescentes), que pode coexistir com o efeito de um custo de entrada fixo ou de uma aprendizagem cumulativa que aumenta a produtividade em paralelo com o tempo de trabalho. A predominância de alguns canais sobre outros será decisiva para avaliar o impacto de certos acontecimentos ou políticas económicas.

Na UE, uma visão a longo prazo mostra uma relação negativa entre o desenvolvimento económico e o número de horas trabalhadas por empregado (predominância do efeito positivo do rendimento). Deste modo, na Europa Oriental, onde o tempo de trabalho diminuiu acentuadamente nas últimas décadas, em paralelo com o processo de convergência económica com os membros fundadores, a persistência de um elevado diferencial de produtividade⁸ coexiste com registos ainda significativamente superiores à média (ver terceiro gráfico). Mais recentemente, para a UE no seu conjunto, a continuação, no período pós-pandemia, da redução das horas trabalhadas por pessoa empregada foi compatível com aumentos da produtividade por hora e por empregado, favorecida por um efeito de composição positivo no sentido de atividades mais produtivas. Contudo, não foi esse o caso das quatro grandes economias europeias (ver o quarto gráfico). Nomeadamente, nos casos da Alemanha e de Espanha, há um forte contraste entre a diminuição do tempo de trabalho e o aumento da produtividade por hora trabalhada, o que resultou numa quase estagnação do PIB por empregado nos últimos cinco anos.

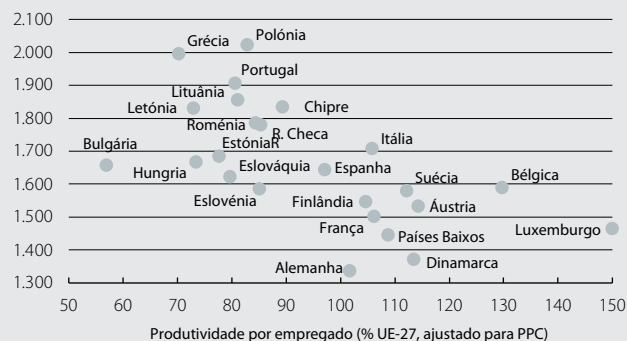
6. A forte correlação negativa entre as horas trabalhadas na construção e nas atividades imobiliárias é notória e estende-se à UE no seu conjunto e às quatro grandes economias aqui analisadas.

7. Um bom resumo pode ser encontrado em Cette, G., Drapala, S. e Lopez, J. (2023). «The circular relationship between productivity and hours worked: A long-term analysis».

8. Ver o Dossier «As chaves da produtividade europeia» no IM01/2026.

Produtividade por empregado e horas trabalhadas por ano (2023)

Número de horas trabalhadas por empregado por ano

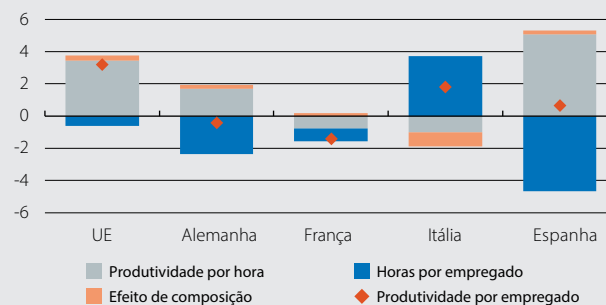


Notas: Produtividade nominal ajustada à paridade do poder de compra (PPC). Dados não disponíveis para a Croácia, França e Malta. A Irlanda está excluída do gráfico com valores de 200% de produtividade por empregado e 1.654 horas trabalhadas por ano.

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

Produtividade por empregado nos países da UE: variação 4T 2019-3T 2025

(% e contribuições em p. p.)



Notas: Inclui as secções B a N da NACE, exceto as atividades imobiliárias (secção I). Dados corrigidos de sazonalidade e de calendário. O efeito de composição inclui a mudança nos pesos das horas trabalhadas em setores com maior ou menor produtividade horária e a mudança nos pesos do emprego em setores com maior ou menor número de horas por empregado.

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

Em resumo, a diminuição do número de horas trabalhadas na UE é uma tendência secular que deverá manter-se nas próximas décadas, favorecida pelo envelhecimento da população.⁹ A sua intensidade não é, no entanto, fixa e dependerá de uma série de fatores, incluindo a evolução da produtividade, as alterações regulamentares em matéria de tempo de trabalho, as condições gerais de saúde dos trabalhadores mais velhos, bem como os incentivos e as políticas destinadas a aumentar a participação no mercado de trabalho ou o trabalho a tempo parcial.¹⁰ Quanto ao papel da produtividade, um cenário em que os ganhos de eficiência ligados à inteligência artificial sejam limitados ou desigualmente distribuídos é suscetível de funcionar como um travão a novas reduções do tempo de trabalho, caso se pretenda manter o atual nível de bem-estar.¹¹

9. Ver o Dossier «Desafios e políticas na era da longevidade» no IM09/2025.

10. FMI (2024). «Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe».

11. Ver nota de rodapé 7.

Há razões para que a habitação seja a principal preocupação dos cidadãos europeus

No dia 16 de dezembro, a Comissão enviou ao Conselho e ao Parlamento Europeu o chamado Plano de Habitação Acessível, com o qual pretende facilitar o acesso dos europeus a uma habitação com condições de vida dignas.¹ O plano define uma série de medidas para aumentar a oferta de habitação (em especial nas zonas com maiores carências), atrair investimento e mobilizar financiamento, apoiar os segmentos mais vulneráveis, como os jovens e os trabalhadores com baixos rendimentos, e rever a regulamentação para evitar estrangulamentos na oferta de habitação e melhorar a acessibilidade dos preços a médio prazo. Esta análise traça a evolução recente do mercado residencial europeu e explora as diferenças entre países num contexto em que a habitação se tornou a principal preocupação dos europeus.²

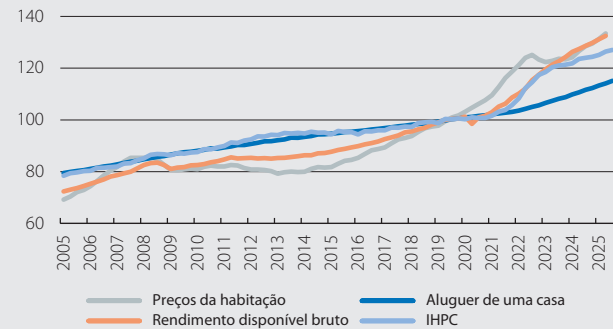
A escassez de oferta substitui os choques na atual fase do setor imobiliário na Europa

O ciclo do setor imobiliário residencial na UE caracterizou-se, nos últimos 10 anos, por quatro fases distintas. Numa primeira fase, enquadra-se a saída da crise financeira e soberana, que se estende de 2014 a 2019, imediatamente antes da COVID-19, em que os preços médios da habitação na UE cresceram a uma taxa anual próxima de 5%, muito acima dos preços no consumidor e dos custos de arrendamento (pouco mais de 1% em ambos os casos), bem como do rendimento disponível bruto per capita (3%) (ver o primeiro gráfico).³ Este crescimento acelerado dos preços reflete tanto um reequilíbrio em termos reais após as fortes correções entre 2007 e 2013 como uma resposta inicial lenta da oferta ao crescimento do número de agregados familiares (ver segundo gráfico).

Uma segunda fase ocorre no contexto da pandemia, em que se verificou uma acumulação invulgar de poupanças, resultante das medidas de preservação do emprego que contiveram a queda dos rendimentos do trabalho, conjugada com a redução das despesas devido às restrições à mobilidade e à interrupção da oferta de determinados produtos.⁴ Com o regresso à normalidade,

UE: preços da habitação, rendas, rendimento disponível e IHPC

(Índice 100 = 2019)



Notas: Rendimento disponível bruto das famílias per capita (inclui instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias). Média trimestral dos dados mensais do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC). Os arrendamentos de habitação correspondem ao subgrupo 041 do IHPC.

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

UE: criação de agregados familiares e construção de habitações

(Milhares de unidades)



Notas: Licenças de construção para edifícios residenciais, exceto cooperativas (número de habitações). Dados de 2025 relativos às licenças de construção estimados com a variação homóloga dos três primeiros trimestres. Os dados de 2025 relativos à criação de agregados familiares foram estimados utilizando a variação anual da população nos três primeiros trimestres e aplicando a variação média da dimensão dos agregados familiares nos últimos 10 anos.

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

de, o investimento em habitação – e não apenas no segmento da residência principal – aumentou acentuadamente, impulsionando os preços de compra, que duplicaram o seu aumento anual para 10% no final de 2021 e início de 2022, muito acima do aumento dos rendimentos, preços e aluguers/rendas.

Uma terceira fase foi despoletada pela invasão russa da Ucrânia, que deu origem a um choque energético e de preços que iniciou um ciclo de política monetária mais restritiva. O aumento das taxas de juro pelo BCE e o consequente aumento do custo do financiamento bancário arrefeceram o mercado imobiliário europeu, resultando na relativa estagnação dos preços dos imóveis residen-

1. Ver Comissão Europeia (2025). «European Affordable Housing Plan».
2. Ver Comissão Europeia (2025). «Public opinion on urban challenges and investment in cities».
3. O preço da habitação baseia-se em transações imobiliárias. O custo da renda é aproximado pelo subgrupo 041 do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), que resulta da reavaliação dos contratos existentes e da renda dos novos contratos.
4. Ver artigo «Poupança e consumo em tempos de pandemia: uma análise histórica e internacional» no IM11/2021.

ciais entre meados de 2022 e o início de 2024, uma vez que a política monetária tinha completado a sua transmissão ao setor real. Esta situação contrasta com o forte crescimento dos preços no consumidor durante este período (superior a 10% em alguns meses) e com a aceleração da revalorização das rendas, que duplicou o seu aumento para 3%.

Finalmente, nos últimos dois anos, encontramos-nos numa fase diferente, em que a oferta de novas habitações mal recuperou dos mínimos registados em 2023-2024, sobrecarregada por estrangulamentos, escassez de mão de obra e aumento dos preços dos materiais de construção. Pelo contrário, a procura acelerou num contexto de afrouxamento da política monetária⁵ e de maior crescimento demográfico, impulsionado pela imigração (em parte pela chegada de refugiados ucranianos, em parte pela atração de trabalhadores face à escassez de mão de obra em alguns setores). Deste modo, o preço de compra está de novo a aumentar a uma taxa próxima de 5% em relação ao ano anterior, em linha com a do rendimento disponível para a média da UE e em que o custo do arrendamento está agora também a aumentar mais do que os preços no consumidor (ligeiramente acima de 3% vs. 2,5%, respetivamente).

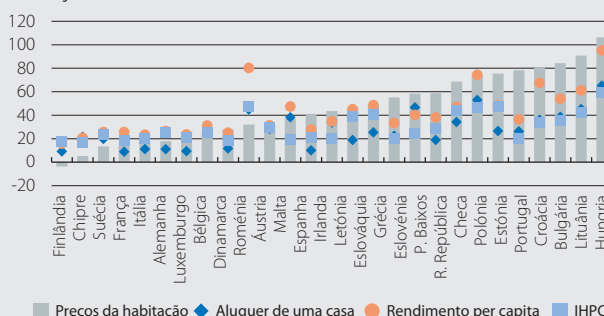
Heterogeneidade geográfica acentuada nos mercados residenciais europeus

Nos últimos anos, os preços das casas na UE têm variado de país para país, embora surja um certo padrão geográfico, com os maiores aumentos de preços registados na Europa Oriental e na zona mediterrânica (liderada pela Grécia e Portugal), em comparação com um crescimento mais contido na zona centro-norte, com exceção da Irlanda e dos Países Baixos (ver terceiro gráfico).⁶

Mesmo dentro destes grupos, os Estados-Membros podem distinguir-se em função do grau de alinhamento da evolução dos preços da habitação com a do índice geral de preços (variação dos preços reais), do rendimento disponível (como medida de acessibilidade) ou do custo do arrendamento (*proxy* da rentabilidade ou do custo de oportunidade). Por exemplo, os preços de compra na Polónia, Croácia, Portugal e Bulgária aumentaram cerca de 80% entre 2019 e 2025, mas enquanto nos dois primeiros casos o crescimento do rendimento per capita foi semelhante, no último o diferencial acumulado é de 30-40 p. p., o que significou uma deterioração significativa do acesso à habitação própria por parte da sua população. Igualmente, Espanha e Irlanda registaram revalorizações de cerca de 40%, cerca de

UE: preços da habitação, rendas, rendimentos e IHPC por país

Variação 2019-2025 (%)



Notas: Alteração dos dados médios mensais/trimestrais para 2025 em relação a 2019. Rendimento disponível bruto das famílias per capita (inclui instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias). Os arrendamentos de habitação correspondem ao subgrupo 041 do IHPC. Dados sobre os preços da habitação para a Grécia com base na evolução observada do indicador esforço-rendimento entre 2019 e 2024 e variação igual ao rendimento per capita em 2025. Os dados sobre o rendimento em 2025 para a Lituânia, Croácia, Estónia, Eslovénia, Eslováquia, Letónia, Malta, Luxemburgo e Chipre correspondem à atualização do IHPC para os dados de 2024 (para a Bulgária, aos dados de 2022).

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

10 p. p. acima do aumento dos rendimentos das famílias, embora a diferença entre elas seja marcada pelo comportamento do custo das rendas, muito mais contido no primeiro caso (10% vs. 30%) em resultado das medidas aplicadas durante a COVID-19 e dos controlos subsequentes nas zonas de tensão.⁷

Os possíveis fatores explicativos da dispersão geográfica incluem diferenças na correspondência entre a procura e a oferta, diferentes desenvolvimentos nas condições financeiras ou alterações no papel do segmento de segunda habitação.⁸ Centramo-nos aqui no primeiro elemento, o mais estreitamente ligado aos fundamentos a médio prazo do mercado residencial. Para o efeito, comparamos a alteração do número de agregados familiares ocorrida nos últimos anos (desde 2022 para abstrair do efeito demográfico da COVID-19) com a oferta de novas habitações provenientes de licenças de construção (ver quarto gráfico). Observa-se, em geral, um alinhamento razoável entre a procura de habitação primária e a oferta de novas habitações, com a grande maioria dos países a registar um excedente/déficé de oferta inferior a 2% do número total de agregados familiares. No entanto, vale a pena destacar alguns países onde os desfasamentos são significativos: Lituânia, Portugal, Irlanda e Estónia, com um desequilíbrio recente superior a 5% (dois dígitos nos dois primeiros países), e também Itália, Finlândia, Países Baixos e Espanha, onde

5. Ver «Os preços da habitação na Europa recuperam com a mudança da política monetária» no Relatório Setorial Imobiliário do 15 2025.

6. BCE (2025). «Developments in the recent euro area house price cycle».

7. A variação contida do custo da renda em função do *stock* dos contratos contrasta, no entanto, com a notável revalorização registada nos novos contratos nos últimos anos, ligeiramente superior a 30% por m² entre 2021 e 2025, segundo os dados do Idealista.

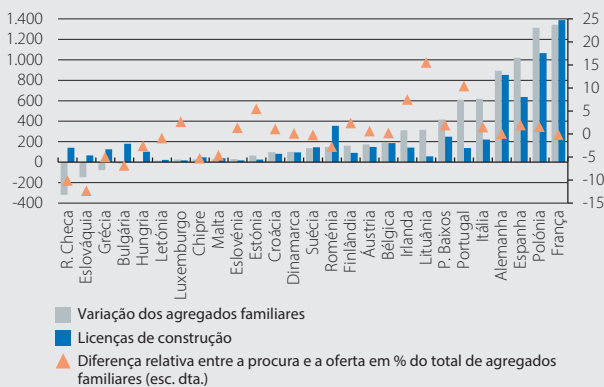
8. Ver Comissão Europeia (2025). «Housing in the European Union: market developments, underlying drivers and policies».

este desequilíbrio representa dois ou mais anos de construção nova (até sete anos no primeiro caso).⁹

A evolução recente do mercado residencial europeu reflete um ciclo marcado por choques sucessivos e uma oferta insuficiente que surge agora como o principal fator de tensão. Embora o pico de preços seja generalizado, a heterogeneidade entre os países é notável, com diferenças na acessibilidade e na inadequação entre a oferta e a procura a condicionar a resposta política. Assim, o Plano de Habitação Acessível da Comissão vai na direção certa, mas só uma estratégia coordenada entre os níveis de Governo permitirá que a habitação deixe de ser a principal preocupação dos cidadãos e passe a ser um pilar da coesão social e da estabilidade económica.

UE: criação de agregados familiares e construção de habitações por país

(Milhares de unidades, cumulativo 2022-2025)



Notas: Licenças de construção para edifícios residenciais, exceto cooperativas (número de habitações). Dados de 2025 relativos às licenças de construção estimados com a variação homóloga dos três primeiros trimestres. Os dados de 2025 relativos à criação de agregados familiares foram estimados utilizando a variação anual da população nos três primeiros trimestres e aplicando a variação média da dimensão dos agregados familiares nos últimos 10 anos.

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

9. Para um cálculo mais preciso com diferentes métricas no caso espanhol, ver: «O preço de não construir: como o défice de habitação explica grande parte das pressões sobre os preços» no Relatório do Setor Imobiliário do 25 2025.

As diferentes velocidades da inflação: um cálculo diferencial para o BCE

A Zona Euro atingiu o objetivo de inflação do BCE em 2025. A inflação global desceu para 2,1% no conjunto do ano e fechou em 1,9% em dezembro, enquanto as expectativas da maioria dos agentes também a colocam nos 2% a médio prazo. Como é que foi esta desinflação final para 2%? Quais os produtos e países que mais contribuíram? Que inércia permanece?

Em 2025, pela primeira vez em três anos, a desinflação assentou mais nas componentes principais (bens industriais e serviços) do que nas mais voláteis. Isto reflete a desinflação a diferentes velocidades, espelhando a própria crise inflacionista anterior: os preços da energia e dos produtos alimentares, que constituíram os principais fatores de tensão em 2022, conduziram também à primeira fase de desinflação em 2023. Em contrapartida, os bens industriais não energéticos e, em especial, os serviços registaram um abrandamento, liderando a desinflação em 2024 e 2025, após uma aceleração em 2023.

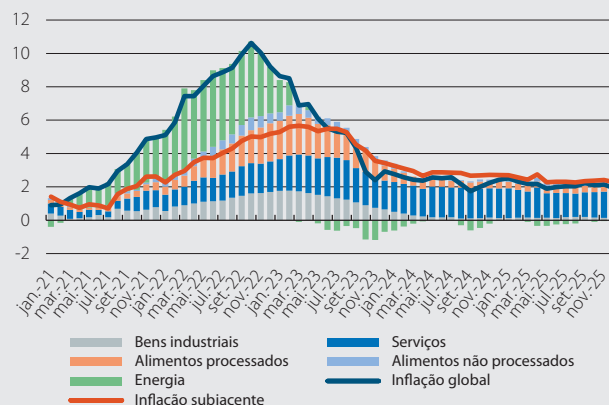
As diferentes velocidades continuam a verificar-se nos últimos dados relativos à inflação. A maior discrepância é a inércia que persiste nos serviços, com uma inflação de 3,4% tanto no conjunto de 2025 como no último trimestre e mês do ano, compensada pela baixa inflação dos bens industriais não energéticos (0,6% em 2025, o valor mais baixo desde a pandemia). A inércia nos serviços explica-se, em grande parte, pelos últimos ruídos da transmissão da crise inflacionista e os dados mais recentes mostram que se deve sobretudo ao comportamento desfasado dos serviços com grande intensidade em mão de obra (e, portanto, mais sensíveis ao crescimento dos salários), dos serviços com grande intensidade em energia e dos serviços que atualizam os seus preços com pouca recorrência.¹ Com a normalização da inflação global, a contenção dos preços da energia e a desaceleração dos salários, espera-se que a inflação dos serviços registe progressos definitivos no sentido da normalização nos próximos trimestres.

Em contrapartida, o regresso da inflação global a 2% também corrigiu a dispersão entre países gerada pela crise de 2022. As pequenas economias duramente atingidas pelo choque energético, como os países bálticos (a Estónia, a Letónia e a Lituânia registaram taxas de inflação

1. Em dezembro de 2025, por exemplo, os preços relacionados com transportes, serviços públicos (correios, recolha de lixo, hospitais) e seguros representaram nove das 10 rubricas com a inflação mais elevada no cabaz de compras e contribuíram com 0,5 p. p. para uma inflação subjacente de 2,3%. A inflação nos serviços relacionados com os seguros também tem inércia porque é afetada pela inflação passada dos produtos segurados.

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

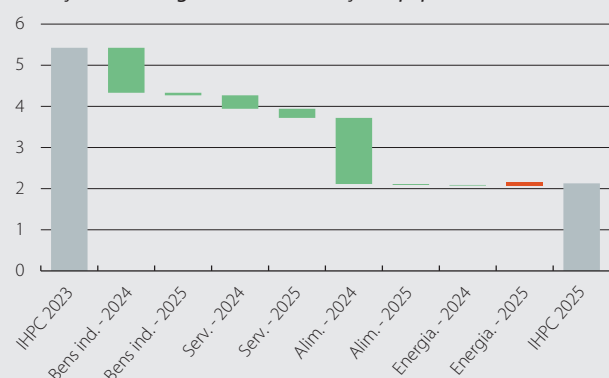


Nota: Variação homóloga da inflação global e da inflação subjacente; contribuições por componente.

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

Zona Euro: IHPC

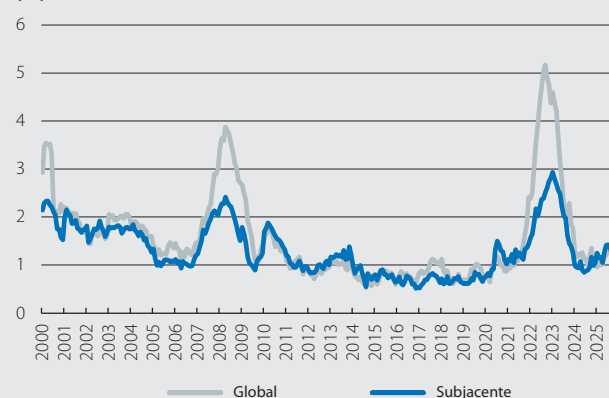
Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)



Nota: Relativamente às componentes, é apresentada a sua contribuição para a variação da inflação global entre 2023 e 2024 e entre 2024 e 2025.

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

Zona Euro: dispersão da inflação entre países (p. p.)



Nota: Dispersão medida pelo desvio padrão da variação homóloga do IPC harmonizado nos 20 países da área do euro em dezembro de 2025.

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

superiores a 20% em 2022), registaram uma forte desinflação (embora ainda se situem no extremo superior da Zona Euro, com taxas entre 3% e 4%). Entre as quatro grandes economias europeias, o país que deu o maior impulso à desinflação em toda a Zona Euro em 2025 foi a França, enquanto a Alemanha e Espanha também ajudaram a reduzi-la (embora mais ligeiramente) e a Itália, de facto, aumentou-a um pouco devido a efeitos de base relacionados com os preços da energia.

Em termos de níveis, França destaca-se como tendo a inflação mais baixa, em grande parte arrastada por uma contribuição negativa da energia, devido à forma mais gradual como os aumentos dos preços da energia se repercutiram nos preços do país durante a crise.² A contribuição negativa da energia também persistiu na Alemanha e em Itália, cuja dependência energética da Rússia levou inicialmente a preços da energia relativamente mais elevados (o IPC da energia aumentou 35% na Alemanha e 51% em Itália em 2022 no seu conjunto), embora quantitativamente tenha sido mais residual em 2025. Já Espanha registou uma inflação ligeiramente superior à média da Zona Euro, o que se explica, em grande medida, por uma inflação energética e alimentar mais elevada do que na Zona Euro.³

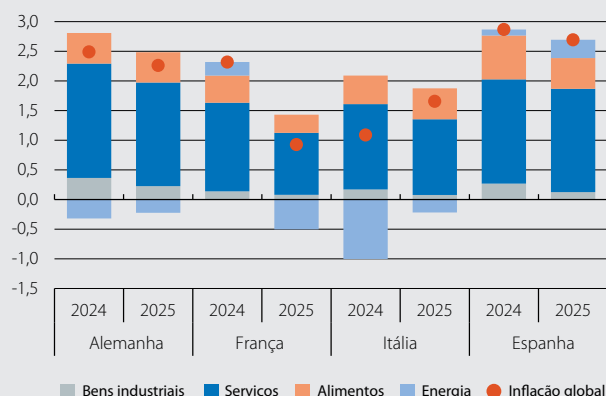
Em termos gerais, os valores para 2025 mostram uma inflação no objetivo de 2% do BCE. Contudo, por detrás desta normalização existe uma dispersão entre componentes que capta a variedade de riscos que rodeiam o cenário: desde a inércia dos serviços (a moderar pelos salários) à baixa inflação dos bens (sujeita a riscos de perturbação pautal e de reorientação do comércio), passando pelos produtos alimentares e a sua sensibilidade a fenómenos meteorológicos extremos.

2. Em 2022, França optou por intervenções diretas nos preços do gás. Por conseguinte, os seus preços da energia sofreram menos pressão a curto prazo, mas também diminuiram a longo prazo.

3. Em termos do IPC harmonizado, a inflação espanhola foi semelhante à da zona euro nos bens industriais não energéticos e nos serviços (0,3 p. p. inferior nos primeiros e 0,2 p. p. superior nos segundos), inferior nos produtos alimentares transformados (1,0 p. p.) e claramente superior nos produtos alimentares não transformados (2,4 p. p.) e na energia (4,6 p. p.).

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

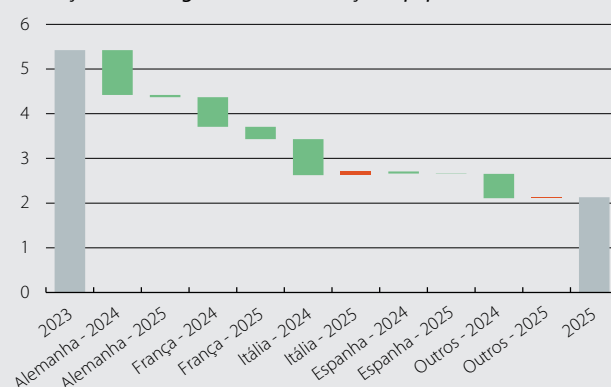


Nota: Variação homóloga para a inflação global; contribuições por componente.

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

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

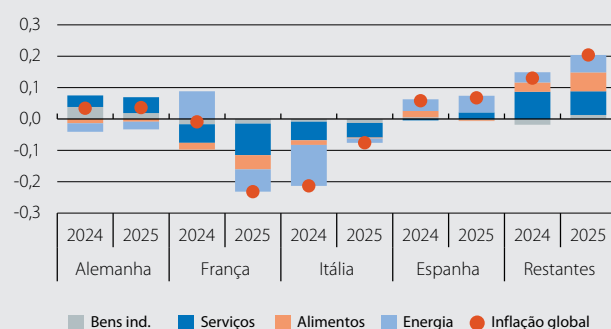


Nota: Relativamente aos países, é apresentada a sua contribuição para a variação da inflação global na Zona Euro entre 2023 e 2024 e entre 2024 e 2025.

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

IHPC: contribuição diferencial por país para o conjunto da Zona Euro*

(p. p.)



Nota: * A contribuição diferencial refere-se à contribuição da inflação global de cada país para a inflação da Zona Euro em excesso (+) ou em défice (-) da contribuição prevista do peso do país no índice (assumindo a mesma inflação em todos os países).

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

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Atividade									
PIB real	2,8	...	2,0	2,1	2,3	...	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	...	4,8	4,9	4,6	...	4,4	...	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	92,9	94,2	84,5
Produção industrial	–0,7	1,3	0,7	0,5	1,7	2,2	2,7	2,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	48,0	47,9	52,6
Habitações iniciadas (milhares)	1.371	...	1.401	1.354	1.339	...	...	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	330	...	340	338	337	...	341	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,6	59,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	...	–3,5	–3,6	–3,4	...	–3,1	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,6	...

JAPÃO

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Atividade									
PIB real	–0,2	...	1,6	2,0	0,6	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,5	37,2	37,9
Produção industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	0,8	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	...	–0,9	–0,7	–0,5	...	–0,4	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,9	2,1	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9	...

CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	1,3	0,9	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	4,8	5,2	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,2	50,1	49,3
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.185	1.194	...
Exportações	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	5,8	6,6	...
Importações	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	1,9	5,7	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,7	0,8	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Mil milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicações do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Refinitiv.

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,2	...	2,4	3,0	1,9	...	2,3	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-3,0	...	1,4	1,3	1,4	...	2,5	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-12,8	-13,2	-12,4
Sentimento económico	95,9	96,0	95,9	94,7	95,9	97,3	97,5	97,2	99,4
PMI indústrias	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,6	48,8	49,5
PMI serviços	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4	51,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	0,9	...	0,8	0,7	0,6	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,7	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,6	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,0	6,3	6,3	6,0	5,7	5,6	5,6	...
PIB real (variação homóloga)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (variação homóloga)	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	1,1	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	-	-	-

Preços

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Inflação global	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Balança corrente	3,4	...	3,0	3,6	4,7	...	8,9	...	...
Alemanha	5,8	...	5,4	6,7	9,3	...	18,1	...	...
França	0,1	...	0,0	-0,3	-0,9	...	-1,8	...	...
Itália	1,1	...	0,9	1,3	2,4	...	4,9	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,7	98,3	98,0	97,8	98,2	97,8

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	2,9	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,2	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,6	5,5	5,5	5,1	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,8	-0,4	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	14,7	11,1	4,4	0,6	1,5	-1,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.