

Economia portuguesa

Banco de Portugal revê em alta o crescimento em 2025 e 2026. Para 2025, a previsão para o crescimento do PIB é de 2%, mais 1 décima do que em outubro, refletindo a expectativa de crescimento mais acentuado do consumo privado e da FBCF. Para 2026, o BdP espera que o PIB real avance 2,3%, também mais 1 décima do que o estimado em outubro. A revisão em 2026, para além de refletir a expectativa de crescimentos mais fortes do consumo privado e da FBCF, antecipa também a aceleração das exportações. A resiliência do mercado de trabalho, fator importante de suporte do crescimento, é evidente na revisão em alta do crescimento do emprego tanto em 2025 como em 2026, sem que, no entanto, implique alterações nas previsões para a taxa de desemprego, que se mantém em 6,2% e 6,3%, respetivamente, em 2025 e 2026. No que se refere à inflação, a expectativa é de que o processo de desinflação se mantenha, mas a um ritmo mais lento do que esperado anteriormente, na medida em que a meta dos 2% só será atingida em 2027. No campo das contas públicas, mantém-se a perspetiva de redução gradual do rácio de dívida pública, contudo, com retorno a défices públicos refletindo a redução de impostos e medidas no lado da despesa que implicam o seu agravamento permanente. Os riscos para o cenário traçado são enviesados em baixa para o crescimento e equilibrados para a inflação. No crescimento, os riscos são maioritariamente externos e relacionados com possibilidade de agravamento de tensões comerciais e geopolíticas. Internamente, o risco mais elevado prende-se com a possibilidade de não execução dos fundos PRR com impacto no investimento.

Projeções BdP para 2025-2027

	2025	2026	2027	2028
PIB	2,0%	2,3%	1,7%	1,8%
Consumo Privado	3,6%	2,3%	2,0%	1,7%
Consumo Público	1,6%	1,2%	1,0%	0,7%
FBCF	4,0%	6,0%	0,9%	2,7%
Exportações	1,1%	2,6%	2,8%	2,8%
Importações	5,3%	3,5%	2,4%	2,5%
Taxa Desemprego	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%
IHPC	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
Bal. Corrente e Capital (% PIB)	2,8%	3,2%	2,0%	1,8%
Bal. Bens e serviços (% do PIB)	1,1%	0,9%	1,1%	1,2%
Saldo Orçamental (% do PIB)	0,0%	-0,4%	-0,9%	-1,0%
Dívida Pública (% do PIB)	88,2%	84,0%	81,8%	79,5%
Deflator do PIB	4,0%	3,1%	2,2%	2,2%

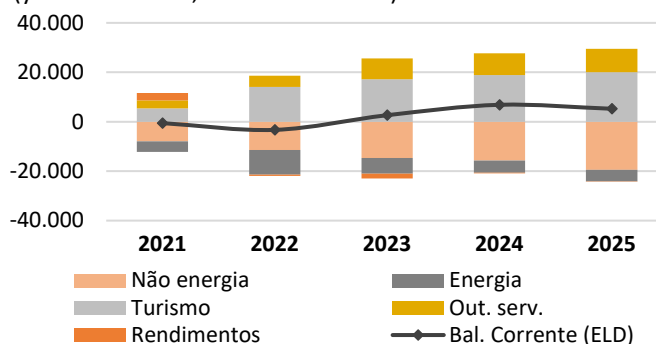
Fonte: BPI Research, com base nas previsões do Banco de Portugal.

Os preços na indústria continuam a descer de forma acelerada. O índice de preços da produção industrial registou uma variação homóloga de -3,3% em novembro (-0,5 p.p. face a outubro), impulsionado principalmente pela componente energética (-9,4% homólogo, -6,4 p.p. do que no mês anterior), mas também pelos bens intermédios (-3,4%, +1,0 p.p.) e bens de consumo (-2,5%, +0,7 p.p.). Por outro lado, os bens de investimento mitigaram a queda (+2,5%, +0,4 p.p.). Em termos mensais não houve alterações significativas no índice (-0,1% face a outubro), tendo se destacado em baixa os preços da energia (-1,7%) e em alta os bens de investimento (+0,8%).

Em outubro e em termos acumulados no ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 5.253,6 milhões de euros, o que equivale a uma redução de 23,4% face ao excedente registado nos primeiros dez meses de 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 3.472 milhões de euros face ao homólogo, motivado pelo aumento das importações (+2.933 milhões de euros) e diminuição das exportações (-539 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.742 milhões de euros face a outubro de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.314 milhões de euros homólogo).

Portugal: Balança corrente

(ytd até outubro, milhões de euros)



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

A taxa de juro implícita do crédito à habitação caiu em novembro pelo 22º mês consecutivo. Mais concretamente, a redução foi de 0,05 p.p. face ao mês anterior, fixando-se em 3,13%, o que representa o nível mais baixo desde abril de 2023. Por sua vez, a prestação média mensal manteve-se inalterada nos 394 euros, com a parcela relativa a juros a registar um ligeiro decréscimo face a outubro (-1 euro), mas compensado pelo aumento, na mesma dimensão, da parcela relativa ao capital amortizado. Por fim, destaque ainda para o montante médio de capital em dívida, que voltou a registar um máximo histórico em novembro, de 74.670 euros.

Economia internacional

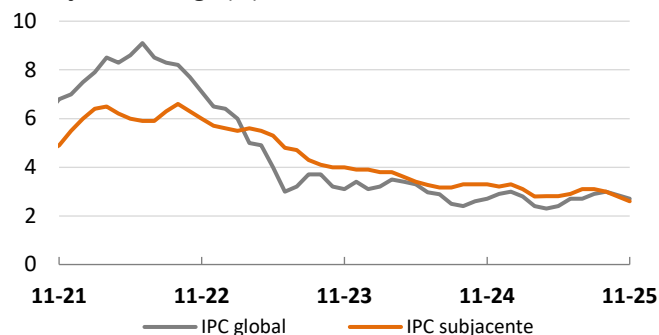
A atividade na Zona Euro abranda no final do ano. Com efeito, o índice PMI de clima empresarial desceu 0,9 pontos em dezembro para 51,9, um pouco acima do limiar de 50 que aponta para um crescimento positivo da atividade. Tal resultado é explicado pela nova deterioração da atividade no setor da indústria transformadora (-0,4 pontos, caindo para 49,2), que ainda não atingiu a dinâmica necessária para recuperar taxas de crescimento positivas sustentadas, num contexto em que os serviços estão a perder dinamismo (-1,0 ponto, caindo para 52,6). Apesar deste recuo no final do ano, o PMI da Zona Euro atingiu uma média de 52,4 no 4T vs. 51,0 no 3T, compatível com taxas de crescimento do PIB semelhantes às do 3T (cerca de 0,3% em cadeia). Destaca-se, por países, a recuperação em França do setor da indústria transformadora em dezembro para os níveis mais elevados desde agosto de 2022 (+2,8 pontos, até 50,6), embora não consiga compensar a correção no setor dos serviços, fazendo com que a atividade no conjunto da economia permaneça praticamente estagnada. A indústria transformadora alemã voltou a cair em dezembro e afastou-se do limiar de 50, enquanto os serviços abrandaram o seu ritmo de crescimento, criando um cenário de crescimento muito modesto para a economia no seu conjunto. A situação na Alemanha continua a ser muito frágil, pois parece que o aumento previsto das despesas públicas não está ainda a ser repercutido na atividade, como confirmado pela nova descida em dezembro do índice de confiança empresarial Ifo (-0,4 pontos para 87,6, sendo 100 o limiar que aponta para um crescimento próximo da sua média de longo prazo).

Os últimos dados macroeconómicos dos EUA apontam para um cenário de desinflação mais rápido do que o esperado e para uma perda gradual do dinamismo do mercado de trabalho, bem como para sinais de moderação do crescimento no final do ano. A inflação global caiu em novembro para 2,7% em termos homólogos (-0,3 p.p. face a setembro) e a inflação subjacente para 2,6% (-0,4 p.p.). A queda é explicada principalmente pela moderação nos serviços (sobretudo na habitação) e pela contenção dos preços dos bens, embora o valor deva ser interpretado com cautela, tendo em conta os problemas na recolha de dados devido ao encerramento do Governo Federal e ao atraso no início do trabalho de campo em novembro. Os problemas na recolha de dados podem também ter estado presentes nos dados sobre o emprego, que mostraram um aumento da taxa de desemprego para 4,6% em novembro. Este aumento pode ser explicado em grande parte por um reforço da oferta de mão de obra, com mais pessoas a reentrarem no mercado de trabalho, em vez de uma diminuição significativa de postos de trabalho. Neste contexto, os trabalhadores do setor privado aumentaram 121.000 em outubro e novembro no seu conjunto, enquanto 162.000

funcionários do setor público perderam o seu emprego devido a um fator pontual: 150.000 são funcionários federais que passaram à reforma com o encerramento do Governo Federal. No total, perderam-se 41.000 funcionários nos dois meses de *shutdown*. Por último, os PMI de dezembro confirmam um crescimento dinâmico no 4T, embora com uma moderação gradual. Em comparação com novembro, o índice composto moderou de 54,2 para 53, o índice da indústria transformadora de 52,2 para 51,8 e o índice dos serviços de 54,1 para 52,9.

EUA: IPC

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bureau of Labor Statistics.

Os dados de atividade indicam um abrandamento da economia chinesa na parte final do ano. O abrandamento do ritmo de crescimento das vendas a retalho para 1,3% em novembro (2,9% em outubro, 3,4% no 3T), o pior registo desde a pandemia, confirma a fraqueza da procura interna. Aliás, apesar do bom desempenho da procura externa, em novembro, o crescimento da produção industrial abrandou para 4,8% em termos homólogos (4,9% em outubro, 5,8% no 3T), o ritmo mais lento desde o verão de 2024. Entretanto, o investimento fixo nas zonas urbanas caiu 2,6% em termos homólogos no ano até novembro (-1,7% no mês anterior), um mínimo histórico. O investimento na indústria transformadora mostra sinais de recuperação após meses de condições meteorológicas adversas, mas as quedas no investimento em infraestruturas e no investimento imobiliário acentuaram-se, sublinhando as dificuldades que estes setores enfrentam num ambiente de crise imobiliária persistente, de abrandamento dos estímulos fiscais e de uma procura interna que ainda não ganhou força. A este respeito, embora as despesas públicas devam aumentar no início de 2026, prevê-se que o apoio orçamental adicional seja modesto, antecipando um ano de abrandamento da economia chinesa.

Mercados financeiros

A posição favorável do BCE é estável, mas não necessariamente estática. Na sua reunião de 18 de dezembro, o BCE manteve as taxas de juro (*depo* em 2,00%) numa decisão esperada e unânime, refletindo uma política monetária bem calibrada para um ambiente incerto, com a atividade resiliente, mas com um crescimento modesto, e a inflação no objetivo, mas com alguma inércia. Mais uma vez, Lagarde sublinhou que a incerteza é elevada e defendeu que o BCE não se pode comprometer com qualquer trajetória futura das taxas, devendo continuar a tomar decisões «reunião a reunião», «de acordo com a evolução dos dados» e «com todas as opções em cima da mesa». No entanto, o BCE apresentou uma visão mais positiva da economia na atualização trimestral das suas previsões: melhora as previsões de crescimento do PIB e aproxima a inflação dos 2%. Nomeadamente, o cenário do BCE prevê um mercado de trabalho robusto, uma recuperação do poder de compra e uma redução gradual da taxa de poupança dos agregados familiares para estimular o consumo, enquanto o investimento e a despesa pública em infraestruturas e defesa também impulsionarão o crescimento. O BCE salientou dinâmicas díspares subjacentes a uma inflação aparentemente estável em torno do objetivo, contrastando a baixa inflação dos preços dos bens com a inflação dos serviços, que aumentou nos últimos meses devido a um crescimento dos salários superior ao esperado (embora os dados e as projeções continuem a apontar para um arrefecimento dos salários). Globalmente, a reunião reforçou a convicção dos mercados financeiros na sua aposta em taxas estáveis do BCE nos próximos trimestres: após a reunião, a probabilidade cotada de a taxa *depo* descer para 1,75% ou subir para 2,25% era inferior a 10%.

Projeções Macroeconómicas do Banco Central Europeu

	Dezembro de 2025				Var. em relação à Setembro 2025		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB							
Var. anual (%)	0,9	1,4	1,2	1,4	0,2	0,2	0,1
Inflação global							
Var. anual (%)	2,4	2,1	1,9	1,8	0,0	0,2	-0,1
Inflação subjacente							
Var. anual (%)	2,8	2,4	2,2	1,9	0,0	0,3	0,1
Desemprego							
(% população ativa)	6,3	6,3	6,2	6,1	-0,1	-0,1	0,0

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Inflação moderada nos EUA estimula a apetência pelo risco. Apesar de as expetativas dos investidores relativamente aos cortes das taxas da Fed se terem mantido inalteradas após os dados de novembro, as *yields* da dívida soberana terminaram a semana com descidas. Os *treasuries* dos EUA foram também pressionados por várias declarações de membros do FOMC que poderão suceder a Powell, como Hasset, a favor de cortes nas taxas nos próximos meses. Na Zona Euro, a decisão do BCE de manter as taxas inalteradas e de rever ligeiramente em alta as suas previsões de crescimento económico não teve um impacto significativo na dívida soberana. Ao longo da semana, os PMIs um pouco mais fracos do que o esperado em França e na Alemanha e vários inquéritos sobre o sentimento empresarial na Alemanha (Ifo, ZEW), que também surpreenderam pela negativa na sua avaliação da situação atual, sugerem que o ano está a terminar com um pouco menos de dinamismo do que nos meses anteriores. Nesta conjuntura, as taxas de juro soberanas alemãs fecharam praticamente estáveis, enquanto os *spreads* periféricos registaram mais uma semana de redução. Quanto às moedas, o euro apreciou-se em termos nominais efetivos, principalmente devido à sua apreciação face à GBP e ao CHF, tendo perdido algum terreno face ao dólar. O iene, entretanto, valorizou-se face aos seus principais pares antes da reunião do Banco do Japão, que aumentou as taxas de juro numa decisão amplamente antecipada pelo mercado. No mercado acionista, até à divulgação do IPC de novembro nos EUA, a semana foi marcada por uma maior volatilidade e correções no setor tecnológico norte-americano, entre dúvidas sobre a sustentabilidade do investimento em centros de dados, bem como pela rotação setorial. Os índices americanos fecham a semana a descer (com o Dow a mostrar mais fraqueza do que o Nasdaq), enquanto as bolsas europeias registam ganhos generalizados, um pouco mais fortes nos países do sul da Zona Euro, em grande parte devido ao bom desempenho do setor financeiro. No mercado das matérias-primas, o petróleo registou perdas pela segunda semana consecutiva, devido a preocupações com o excesso de oferta nos próximos meses, enquanto os metais preciosos continuaram a registar ganhos.

		18-12-25	12-12-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. Homóloga
Taxas		(pontos base)				
Taxas 3 meses	Zona Euro (Euribor)	2,04	2,08	-5	-68	-80
	EUA (Libor)	3,70	3,71	-1	-61	-64
Taxas 12 meses	Zona Euro (Euribor)	2,26	2,29	-3	-20	-21
	EUA (Libor)	3,46	3,49	-3	-72	-75
Taxas 2 anos	Alemanha	2,14	2,15	-1	6	9
	EUA	3,46	3,52	-6	-78	-86
Taxas 10 anos	Alemanha	2,85	2,86	-1	48	54
	EUA	4,12	4,18	-6	-45	-44
	Espanha	3,28	3,31	-3	22	27
	Portugal	3,14	3,17	-3	29	35
Prémio de risco (10 anos)	Espanha	43	45	-2	-26	-27
	Portugal	29	32	-2	-19	-19
Mercado de Ações		(percentagem)				
S&P 500		6.775	6.827	-0,8%	15,2%	15,5%
Euro Stoxx 50		5.742	5.721	0,4%	17,3%	17,7%
IBEX 35		17.133	16.854	1,7%	48,5%	49,8%
PSI 20		8.128	8.001	1,6%	27,5%	29,2%
MSCI emergentes		1.358	1.390	-2,3%	26,3%	25,6%
Câmbios		(percentagem)				
EUR/USD	dólares por euro	1,172	1,174	-0,2%	13,2%	13,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,876	0,878	-0,2%	5,9%	5,7%
USD/CNY	yuan por dólar	7,041	7,055	-0,2%	-3,5%	-3,5%
USD/MXN	pesos por dólar	17,997	18,012	-0,1%	-13,6%	-11,4%
Matérias-Primas		(percentagem)				
Índice global		108,1	109,0	-0,8%	9,5%	12,0%
Brent a um mês	\$/barril	59,8	61,1	-2,1%	-19,9%	-17,9%
Gas n. a um mês	€/MWh	27,7	27,7	-0,1%	-43,4%	-35,8%

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



Nota: *O próximo Pulso Económico será publicado na segunda-feira 12 de janeiro de 2026.
Desejamos a todos boas festas.