

Boletim Económico

Número 8 / 2025

Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	8
2 Atividade económica	15
3 Preços e custos	24
4 Evolução do mercado financeiro	31
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	36
6 Evolução orçamental	43

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Na reunião de 18 de dezembro de 2025, o Conselho do BCE decidiu não alterar as três taxas de juro diretoras do BCE. A avaliação atualizada do Conselho reconfirma que a inflação deverá estabilizar no objetivo de 2% a médio prazo.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global deverá situar-se, em média, em 2,1% em 2025, 1,9% em 2026, 1,8% em 2027 e 2,0% em 2028. Relativamente à inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, os especialistas projetam uma média de 2,4% em 2025, 2,2% em 2026, 1,9% em 2027 e 2,0% em 2028. A inflação foi revista em alta para 2026, sobretudo porque se espera agora uma descida mais lenta da inflação dos preços dos serviços. O crescimento económico deverá ser mais forte do que o avançado nas projeções macroeconómicas de setembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, sendo impulsionado principalmente pela procura interna. O crescimento foi revisto em alta para 1,4% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,4% em 2027, devendo permanecer em 1,4% em 2028.

O Conselho do BCE está determinado a assegurar que a inflação estabiliza no seu objetivo de 2% a médio prazo. Seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação adequada da política monetária. Mais especificamente, as decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na avaliação das perspetivas de inflação e dos riscos em torno das mesmas – à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados – bem como da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

Atividade económica

A economia tem dado provas de resiliência. Registou um crescimento de 0,3% no terceiro trimestre, refletindo sobretudo o consumo e o investimento mais fortes. As exportações também aumentaram, com um contributo significativo dos produtos químicos. A composição setorial do crescimento foi dominada pelos serviços, em particular no setor da informação e das comunicações, ao passo que a atividade na indústria e na construção permaneceu inalterada. É provável que este padrão de crescimento impulsionado pelos serviços prossiga no curto prazo.

A economia está a beneficiar de um mercado de trabalho robusto. Com uma taxa de 6,4% em outubro, o desemprego está próximo do seu mínimo histórico e o

emprego cresceu 0,2% no terceiro trimestre. Paralelamente, a procura de mão de obra continuou a abrandar e a taxa de postos de trabalho por preencher é a mais baixa desde a pandemia de COVID-19.

A procura interna deverá continuar a ser o principal fator impulsionador do crescimento da área do euro, estimulada pela subida dos salários reais e do emprego, num contexto de mercados de trabalho resilientes com taxas de desemprego historicamente reduzidas. A despesa pública adicional em infraestruturas e defesa anunciada em 2025, especialmente na Alemanha, a par da melhoria das condições de financiamento decorrentes das reduções das taxas de juro diretoras desde junho de 2024, também deverá apoiar a economia interna.

A nível externo, embora persistam desafios em termos de competitividade, incluindo alguns de natureza estrutural, as exportações deverão recuperar em 2026.

Atribui-se esta melhoria a uma recuperação da procura externa perante a diminuição da incerteza das políticas comerciais, não obstante o desenrolar gradual do impacto das tarifas (direitos aduaneiros) mais elevadas. Projeta-se que o crescimento médio anual do PIB real seja de 1,4% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,4% em 2027 e 2028. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, o crescimento do PIB foi revisto em alta para o conjunto do horizonte de projeção, espelhando dados melhores do que o esperado, a menor incerteza das políticas comerciais, uma procura externa mais forte e preços das matérias-primas energéticas mais baixos.

O Conselho do BCE sublinha a necessidade urgente de fortalecer a área do euro e a sua economia no presente contexto geopolítico. Acolhe com agrado o apelo lançado pela Comissão Europeia aos governos no sentido de darem prioridade finanças públicas sustentáveis, investimento estratégico e reformas estruturais favoráveis ao crescimento. A plena utilização do potencial do Mercado Único é crucial. É igualmente vital promover uma maior integração dos mercados de capitais através da conclusão da união da poupança e dos investimentos e da união bancária, seguindo um calendário ambicioso, assim como adotar com celeridade o regulamento relativo à criação do euro digital.

Inflação

A inflação homóloga na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), tem evoluído num intervalo estreito desde a primavera de 2025 e permaneceu em 2,1% em novembro. Os preços dos produtos energéticos ficaram 0,5% abaixo dos níveis registados em novembro, após uma descida mais substancial em outubro de 2025. A inflação dos preços dos produtos alimentares situou-se em 2,4%, após 2,5% em outubro e 3,0% em setembro. A inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares permaneceu estável em 2,4%, dado que a inflação dos preços dos bens e a inflação dos preços dos serviços evoluíram em sentidos opostos. A inflação dos preços dos produtos alimentares desceu para 0,5% em novembro, face a 0,6% em outubro e 0,8% em setembro. A inflação dos preços dos serviços subiu de 3,2% em setembro para 3,4% em outubro e 3,5% em novembro.

Os indicadores da inflação subjacente variaram pouco nos últimos meses e continuam a ser consentâneos com o objetivo de médio prazo de 2% estabelecido pelo Conselho do BCE. Enquanto o crescimento dos lucros unitários não se alterou no terceiro trimestre de 2025, os custos unitários do trabalho exibiram uma taxa de crescimento ligeiramente mais elevada do que no segundo trimestre.

A remuneração por empregado subiu a uma taxa homóloga de 4,0%. Esta subida foi maior do que o indicado nas projeções de setembro de 2025 elaboradas por especialistas do BCE e deveu-se a pagamentos acima e para além dos salários negociados. Indicadores prospetivos – como o instrumento de acompanhamento dos salários pelo BCE (o “ECB wage tracker”) e os resultados de inquéritos sobre as expectativas salariais – sugerem que o crescimento dos salários abrandará nos próximos trimestres, estabilizando depois um pouco abaixo de 3% perto do final de 2026.

A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo continua a situar-se em torno de 2%, apoiando a estabilização da inflação em redor do objetivo do Conselho do BCE. De acordo com as projeções, a inflação descerá de 2,1% em 2025 para 1,9% em 2026 e 1,8% em 2027, subindo em 2028 para o objetivo de médio prazo de 2% definido pelo Conselho do BCE. A descida da inflação global esperada no início de 2026 reflete um efeito de base em sentido descendente decorrente dos preços dos produtos energéticos, ao passo que a inflação das componentes não energéticas deverá continuar a abrandar ao longo de 2026.

O contributo da inflação dos preços dos produtos energéticos para a inflação global deverá permanecer reduzido até finais de 2027 e aumentar significativamente em 2028, impulsionado pela implementação prevista do novo sistema de comércio de licenças de emissão da União Europeia (UE) – referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão 2” ou “CELE 2” – tendo um impacto em sentido ascendente de 0,2 pontos percentuais na inflação global. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos deverá descer de 2,5% em 2025 para 2,2% em 2026 e 2,0% em 2027 e 2028. Projeta-se que a inflação dos preços dos produtos alimentares registe uma queda considerável, com o desvanecimento dos efeitos de anteriores subidas dos preços mundiais das matérias-primas alimentares e das condições meteorológicas adversas durante o verão, devendo estabilizar em taxas um pouco superiores a 2% a partir de finais de 2026. Segundo as projeções, a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares registará uma moderação de 2,4% em 2025 para 2,0% em 2028, com a descida da inflação dos preços dos serviços devido ao abrandamento das pressões sobre os custos do trabalho e a transmissão gradual da anterior apreciação do euro ao longo da cadeia de preços, reduzindo a inflação dos preços dos bens. O crescimento dos salários deverá continuar a moderar-se em 2026, estabilizando depois em cerca de 3%, apoiado por um mercado de trabalho resiliente e um crescimento da produtividade apenas ligeiramente inferior a 1%. O crescimento dos custos unitários do trabalho deverá abrandar, embora se preveja que o impacto na inflação seja parcialmente compensado por uma recuperação gradual das margens de lucro ao longo do horizonte de projeção.

Em comparação com as projeções de setembro de 2025, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em alta em 0,2 pontos percentuais

para 2026, refletindo surpresas recentes em termos de dados relativos à inflação medida pelo IHPC e ao crescimento salarial, o que, neste último caso, levou a uma considerável revisão em alta das perspetivas salariais. A projeção para a inflação medida pelo IHPC foi revista ligeiramente em baixa relativamente a 2027. Isto deve-se ao pressuposto de que a inflação dos preços dos produtos energéticos dará um menor contributo, dado que se prevê agora que a implementação do CELE 2 seja adiada de 2027 para 2028. No entanto, espera-se que este contributo seja parcialmente contrabalançado por uma inflação dos preços dos serviços mais forte.

Avaliação dos riscos

Embora as tensões comerciais tenham abrandado, o enquadramento internacional ainda volátil pode perturbar as cadeias de abastecimento, travar as exportações e pesar sobre o consumo e o investimento. Uma deterioração do sentimento nos mercados financeiros mundiais poderia resultar em condições de financiamento mais restritivas, numa maior aversão ao risco e num crescimento mais fraco. As tensões geopolíticas – em especial, a guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia – permanecem uma importante fonte de incerteza. Em contraste, aliada a reformas destinadas a fomentar a produtividade, a despesa em defesa e infraestruturas planeada poderá aumentar o crescimento mais do que o esperado. Uma melhoria da confiança poderia estimular a despesa privada.

As perspetivas para a inflação continuam a ser mais incertas do que o habitual, devido ao enquadramento internacional ainda volátil. A inflação poderá ser inferior, caso a subida das tarifas impostas pelos Estados Unidos reduza a procura de exportações da área do euro e os países com capacidade excedentária aumentem as suas exportações para a área do euro. Além disso, um euro mais forte pode fazer baixar a inflação mais do que o esperado. Uma intensificação da volatilidade e da aversão ao risco nos mercados financeiros poderia pesar sobre a procura e, por conseguinte, também levar a uma descida da inflação. Em contrapartida, a inflação poderá ser mais elevada se as cadeias de oferta mundiais mais fragmentadas elevarem os preços das importações, limitarem a oferta de matérias-primas críticas e aumentarem as restrições em termos de capacidade produtiva da economia interna. Uma diminuição mais lenta das pressões salariais poderia atrasar a descida da inflação dos preços dos serviços. Um aumento da despesa em defesa e infraestruturas poderia igualmente fazer subir a inflação no médio prazo. Fenómenos meteorológicos extremos e, mais em geral, as atuais crises relacionadas com o clima e a natureza poderão elevar os preços dos produtos alimentares mais do que o esperado.

Condições monetárias e financeiras

As taxas do mercado subiram desde a última reunião do Conselho do BCE de 30 de outubro de 2025. As taxas dos empréstimos bancários às empresas mantiveram-se globalmente estáveis desde o verão, após uma descida em resposta às reduções das taxas de juro diretoras no ano anterior. Em outubro, situaram-se em 3,5%,

mantendo-se inalteradas face a setembro. O custo da emissão de dívida baseada no mercado situou-se em 3,4%, também próximo do seu nível de setembro. A taxa de juro média aplicada a novos empréstimos à habitação permaneceu novamente estável, situando-se em 3,3% em outubro.

Em termos homólogos, os empréstimos bancários às empresas cresceram 2,9% em outubro, sem alterações em relação a setembro. A emissão de obrigações de empresas subiu 3,2%, mantendo-se também praticamente inalterada. O crédito à habitação registou um fortalecimento, com um crescimento de 2,8% face a 2,6% em setembro.

Em conformidade com a estratégia de política monetária do BCE, o Conselho do BCE procedeu a uma análise exaustiva das ligações entre a política monetária e a estabilidade financeira. Os bancos da área do euro provaram ser resilientes, apoiados por rácios de capital e de liquidez fortes, uma qualidade dos ativos sólida e uma rendibilidade robusta. Contudo, a incerteza geopolítica e a possibilidade de reavaliações súbitas nos mercados financeiros mundiais representam riscos para a estabilidade financeira da área do euro. A política macroprudencial continua a ser a primeira linha de defesa contra a acumulação de vulnerabilidades financeiras, reforçando a resiliência e preservando a margem macroprudencial.

Decisões de política monetária

As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceram inalteradas em, respetivamente, 2,00%, 2,15% e 2,40%.

As carteiras detidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) estão a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vincendos.

Conclusão

Na reunião de 18 de dezembro de 2025, o Conselho do BCE decidiu não alterar as três taxas de juro diretoras do BCE. Está determinado a assegurar que a inflação estabiliza no seu objetivo de 2% a médio prazo. Seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação apropriada da política monetária. As decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na avaliação das perspetivas de inflação e dos riscos em torno das mesmas – à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados – bem como da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

De qualquer forma, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os instrumentos ao seu dispor, no âmbito do seu mandato, com vista a assegurar que a inflação estabiliza de forma sustentável no seu objetivo de médio prazo e a preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

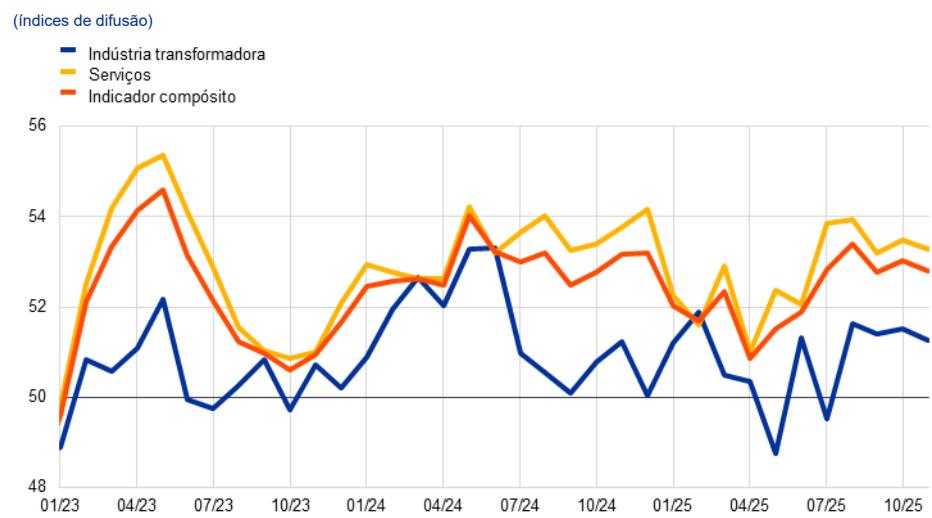
Conjuntura externa

A economia mundial demonstrou resiliência até ao momento, não obstante os fatores adversos causados pelas tarifas (direitos aduaneiros) e pela elevada incerteza. Esta resiliência é apoiada, nomeadamente, por investimentos relacionados com a inteligência artificial, em especial nos Estados Unidos. Estes investimentos impulsionam o comércio mundial de produtos tecnológicos e fomentam ganhos nos mercados acionistas, apesar de também suscitem preocupações no que respeita a valorizações. Uma combinação de políticas favorável nas principais economias também atenuou parte do impacto negativo das tensões comerciais e da incerteza. Outros desenvolvimentos positivos estão a proporcionar alívio à economia mundial. Incluem-se aqui preços do petróleo mais baixos, condições financeiras mais fáceis, tarifas mais baixas e uma incerteza um pouco menor em termos de políticas. Por conseguinte, as perspetivas de crescimento mundial das projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 elaboradas por especialistas do Eurosistema foram revistas ligeiramente em alta em comparação com as projeções anteriores, embora permaneçam fracas em relação à média anterior à pandemia. Projeta-se que, nas principais economias avançadas e nas economias de mercado emergentes, a inflação global dos preços no consumidor desça gradualmente e a um ritmo um pouco mais rápido comparativamente ao exercício de projeção anterior.

A economia mundial demonstrou resiliência até ao momento, não obstante os fatores adversos causados pelas tarifas (direitos aduaneiros) e pela elevada incerteza. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados para o terceiro trimestre sugerem uma ligeira moderação da atividade económica mundial em comparação com o segundo trimestre de 2025. O Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) caiu ligeiramente desde os meses de verão, para 52,8 em novembro (gráfico 1). De acordo com este indicador de inquérito, a atividade económica em novembro abrandou na maioria das principais economias. Nos Estados Unidos, a diminuição da atividade no setor dos serviços foi parcialmente compensada por uma melhoria na indústria transformadora, ao passo que, na China, registaram-se descidas em ambos os setores. As divulgações de dados nacionais para o terceiro trimestre confirmam, em termos gerais, a moderação esperada do crescimento, tal como incorporado nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 elaboradas por especialistas do Eurosistema.

Gráfico 1

IGC mundial do produto (excluindo a área do euro)



Fontes: S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: A linha de 50 pontos de índice refere-se ao limiar neutro. As últimas observações referem-se a novembro de 2025.

Numa análise prospectiva, vários desenvolvimentos positivos deverão proporcionar alívio à economia mundial. Estes desenvolvimentos incluem preços do petróleo mais baixos, condições financeiras mais fáceis, tarifas reduzidas, especialmente entre os Estados Unidos e a China, e uma incerteza ligeiramente menor em termos de políticas. As surpresas em termos de dados económicos positivos das principais economias também contribuíram para uma ligeira melhoria das perspetivas de crescimento mundial, que, no entanto, permanecem fracas em relação à média anterior à pandemia. Estima-se que se situem em 3,5% em 2025, antes de descerem para 3,3% em 2026¹. De acordo com as projeções elaboradas por especialistas, o crescimento mundial manterá este fraco dinamismo tanto em 2027 como em 2028.

O crescimento mundial ligeiramente mais forte, em comparação com as projeções anteriores, reflete, em grande medida, perspetivas de crescimento mais fortes quer para os Estados Unidos quer para a China. Além das tarifas mais baixas, as perspetivas de crescimento para os Estados Unidos foram revistas ligeiramente em alta, devido uma procura interna mais resiliente do que o anteriormente esperado, apoiada, no curto prazo, por efeitos de riqueza positivos decorrentes da recente evolução dos preços das ações e por pressupostos relativos a despesas orçamentais, em geral, mais elevados. Quanto à China, as projeções para o crescimento do PIB real em 2025 e 2026 foram também revistas ligeiramente em alta, a fim de refletir uma dinâmica das exportações mais forte do que o anteriormente estimado e um pressuposto estímulo orçamental maior. As perspetivas de crescimento para o Reino Unido foram revistas ligeiramente em baixa devido às medidas de consolidação orçamental previstas.

¹ Para mais informações, ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosystema – dezembro de 2025](#).

Os riscos para as perspetivas de crescimento mundial e para a inflação mundial estão a tornar-se mais equilibrados à medida que os principais fatores de risco macroeconómico e financeiro se tornam mais duais. Incluem-se aqui os riscos relacionados com as políticas comerciais e orçamentais, bem como os riscos relacionados com a inteligência artificial (IA) e a evolução geopolítica. Por exemplo, embora as tensões comerciais possam voltar a agravar-se, especialmente entre os Estados Unidos e a China, o que poderá ter efeitos adversos na economia mundial, a presidência de Donald Trump pode também fazer avançar as negociações comerciais, o que poderá ter efeitos benéficos.

Estima-se que o crescimento das importações mundiais se mantenha constante em 2025, mas o seu dinamismo deverá abrandar no próximo ano.

Os dados que têm vindo a ser disponibilizados confirmam que as exportações de semicondutores associadas a um forte investimento relacionado com a IA permaneceram robustas no terceiro trimestre, especialmente no que respeita a desenvolvimentos nos Estados Unidos. Ao mesmo tempo, o comércio de outros bens revelou-se bastante fraco. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados também confirmam que o crescimento das exportações chinesas permanece forte. Segundo as projeções, o crescimento das importações a nível mundial situar-se-á em 4,4% em 2025, refletindo, em grande parte, um forte crescimento das importações no primeiro semestre do ano relacionado com a antecipação da procura antes da imposição das tarifas, caindo depois para 2,0% em 2026, devido ao impacto adverso das tarifas. Projeta-se, então, que o crescimento das importações mundiais recupere para 3,1% em 2027 e 2028. As perspetivas para as importações mundiais foram revistas significativamente em alta no que respeita a 2025 e 2026, em comparação com as projeções anteriores, ao passo que a projeção relativa a 2027 permanece inalterada. O crescimento mais forte projetado das importações é sustentado por tarifas mais baixas accordadas entre os Estados Unidos e a China, bem como por um dinamismo de crescimento relativamente forte nas economias de mercado emergentes. Neste último grupo, destaca-se a Índia em termos da sua atividade económica robusta e crescimento das importações.

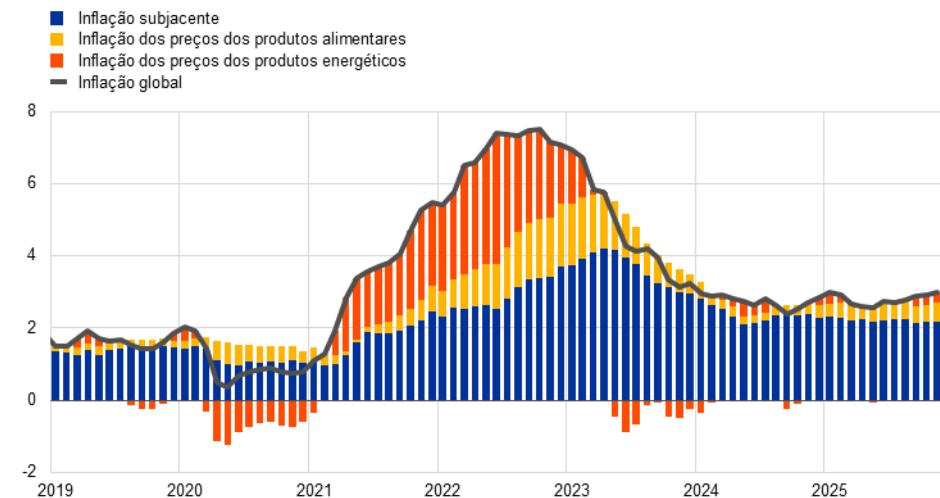
A inflação global nos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) aumentou ligeiramente em novembro.

A taxa de inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países membros da OCDE, excluindo a Turquia, aumentou ligeiramente para 3,0% em novembro, face a 2,9% em outubro. Este aumento deveu-se a um contributo ligeiramente superior das componentes de produtos alimentares e da inflação subjacente (gráfico 2).

Gráfico 2

Inflação medida pelo IPC da OCDE

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais)



Fontes: OCDE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O agregado da OCDE inclui países da área do euro que são países membros da OCDE e exclui a Turquia. É calculado utilizando ponderações anuais do IPC da OCDE. As últimas observações referem-se a novembro de 2025.

Projeta-se que a inflação global a nível mundial medida pelo IPC diminua gradualmente e a um ritmo um pouco mais rápido em comparação com as projeções de setembro². Deverá situar-se em 3,1% em 2025, 2,8% em 2026, 2,5% em 2027 e 2,6% em 2028. A descida ligeiramente mais rápida do que o anteriormente projetado da inflação medida pelo IPC no período de 2025-2026 reflete resultados de inflação inferiores ao esperado na maioria das economias avançadas, tarifas mais baixas entre os Estados Unidos e a China e uma reavaliação do impacto das tarifas na inflação nos Estados Unidos, que se espera que seja ligeiramente mais baixo em comparação com as projeções anteriores. Além disso, a procura interna mais fraca na China explica um aumento mais gradual do que o anteriormente esperado da inflação dos preços no consumidor ao longo do horizonte de projeção. Este efeito sobre o agregado dos mercados emergentes é compensado pela inflação projetada ligeiramente mais elevada em outras grandes economias, como a Índia e a Rússia.

As percepções sobre o aumento das perspetivas de um acordo de paz na Ucrânia pesaram sobre os preços das matérias-primas energéticas. Os preços do petróleo tinham sido inicialmente suportados no período que antecedeu a reunião de outubro do Conselho do BCE pelo anúncio de novas sanções dos Estados Unidos às duas principais empresas produtoras de petróleo da Rússia, a Lukoil e a Rosneft, que representam a maior percentagem das exportações russas. Contudo, mais recentemente, os esforços renovados dos Estados Unidos para fazer avançar as negociações de paz na Ucrânia reduziram a percepção da probabilidade de uma aplicação rigorosa destas sanções, exercendo pressões em sentido descendente

² As projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Euroistema para a inflação global medida pelo IPC incluem um conjunto mais alargado de países, nomeadamente economias de mercado emergentes de grande dimensão (por exemplo, China, Índia, Brasil e Rússia), não tomadas em conta na inflação medida pelo IPC da OCDE.

sobre os preços. Estas pressões em sentido descendente têm sido ampliadas por um excedente da oferta que tem vindo a desenvolver-se no mercado petrolífero há vários meses. Relativamente aos preços do gás, embora um período recente de frio na Europa Ocidental tenha temporariamente aumentado o consumo e pesado sobre as existências, os preços acabaram por descer 15% devido à percepção de alguns progressos no sentido de um potencial acordo de paz na Ucrânia. Tendo em conta os esforços continuados da Europa para pôr termo à sua dependência dos combustíveis fósseis russos, é pouco provável que esta pressão em sentido descendente tenha origem em expetativas de renovação dos fluxos dos gasodutos russos. Ao invés, reflete mais provavelmente a possibilidade de um acordo de paz poder conduzir à supressão das sanções dos Estados Unidos que afetam partes da capacidade de exportação de gás natural liquefeito da Rússia. Os preços dos metais aumentaram 2%, apoiados por novas expetativas de imposição de tarifas sobre o cobre por parte dos Estados Unidos, o que levou os comerciantes a acelerarem as remessas para este país. Em contrapartida, os preços dos produtos alimentares caíram 3% num contexto de sinais de uma forte oferta de cacau.

A atividade económica nos Estados Unidos tem sido afetada negativamente pelo encerramento da administração federal. O encerramento durou 43 dias e atrasou divulgações de dados importantes. Prevê-se que afete negativamente o crescimento também no quarto trimestre de 2025, enquanto se projeta uma recuperação de grande parte deste efeito no primeiro trimestre de 2026. O consumo privado ultrapassou as expetativas em 2025, apoiado por ganhos de riqueza entre as famílias com rendimentos mais elevados, no contexto de uma expansão dos mercados acionistas. No entanto, prevê-se que abrande à medida que o mercado de trabalho regista um “arrefecimento” e as famílias recuperam as poupanças a partir de níveis baixos. No terceiro trimestre, o crescimento do consumo privado foi forte, embora tenha estagnado em setembro numa base mensal. Os valores aproximados do setor privado para o consumo privado sinalizam um crescimento fraco em outubro e novembro, em linha com a diminuição do sentimento dos consumidores e um mercado de trabalho brando. A expansão das despesas de capital relacionadas com a IA está na base de perspetivas mais sólidas de investimento privado. Espera-se que o comércio líquido dê um contributo positivo para o crescimento real do PIB na viragem do ano. O mercado de trabalho mantém-se brando, apesar de o crescimento do emprego no setor privado ter ultrapassado as expetativas em setembro, uma vez que o impacto desta surpresa positiva foi atenuado pelas revisões em baixa do emprego privado nos meses anteriores. Os dados do setor privado indicam um crescimento muito fraco do emprego em outubro e novembro, enquanto os indicadores de elevada frequência sugerem um aumento dos despedimentos e uma estagnação do crescimento do emprego. O crescimento da remuneração por hora continua a registar uma moderação.

Entretanto, as tarifas estão a ter impacto sobre a inflação dos preços no consumidor nos Estados Unidos. As tarifas sobre os bens de consumo contribuíram para as pressões inflacionistas, com o dinamismo da inflação dos preços dos bens a atingir o seu nível mais elevado desde abril de 2023. Os aumentos de preços relacionados com as tarifas deverão contribuir para uma

inflação mais elevada no quarto trimestre. A inflação dos preços dos serviços continua a seguir lentamente uma tendência descendente, principalmente devido ao abrandamento da inflação dos custos da habitação. Entretanto, a inflação global das despesas de consumo pessoal aumentou ligeiramente para 2,8% em setembro (0,1 pontos percentuais), enquanto a inflação subjacente das despesas de consumo pessoal diminuiu para 2,8% (0,1 pontos percentuais). O Comité de Operações de Mercado Aberto dos Estados Unidos (Federal Open Market Committee – FOMC) reduziu o intervalo do objetivo para a taxa dos fundos federais na sua reunião de dezembro (em 25 pontos base) para 3,50%-3,75%.

As perspetivas a curto prazo da China apontam para uma moderação do dinamismo do crescimento, apesar de um crescimento mais forte do que o esperado no terceiro trimestre. A procura interna ainda é fraca, embora o PIB real tenha crescido 1,1% em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre, ultrapassando as expetativas do mercado. As exportações líquidas deram um contributo positivo, enquanto os indicadores da procura interna, tais como as vendas a retalho e o investimento em ativos fixos, registaram um novo enfraquecimento em virtude da fraca confiança dos consumidores e do ajustamento em curso no setor imobiliário residencial. De acordo com o inquérito do IGC, a atividade na indústria transformadora registou uma contração em novembro, enquanto a atividade no setor dos serviços abrandou, permanecendo, no entanto, em terreno expansionista. O desempenho das exportações da China tem sido robusto, tendo o crescimento nominal das exportações de bens atingido 5,8% em novembro em termos anuais, apoiado por fortes exportações para a Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), África e Europa. Estes aumentos mais do que compensaram a diminuição das exportações para os Estados Unidos. Espera-se que o recente acordo comercial entre os Estados Unidos e a China, que reduz as tarifas sobre as importações chinesas, em conjunto com um maior estímulo orçamental ao abrigo do novo plano quinquenal da China, apoie o crescimento económico ao longo do horizonte de projeção. Contudo, desafios estruturais, tais como a correção ainda em curso do setor imobiliário residencial, afetam o sentimento dos consumidores e, por conseguinte, acarretam riscos para as perspetivas de médio prazo para o consumo. A inflação global dos preços no consumidor na China voltou a aumentar em novembro, enquanto a deflação dos preços no produtor persistiu. A inflação global homóloga medida pelo IPC aumentou para 0,7% em novembro, o valor mais elevado desde fevereiro de 2024, face a 0,2% em outubro. O aumento esteve em consonância com as expetativas do mercado e foi impulsionado sobretudo pelos preços dos produtos alimentares devido à escassez de oferta causada por condições meteorológicas adversas. A inflação dos preços no produtor desceu ligeiramente para -2,2% em novembro, face a -2,1% em outubro, refletindo a descida dos preços das matérias-primas e dos bens de consumo duradouros.

No Reino Unido, a economia apresentou um crescimento modesto no terceiro trimestre de 2025. O consumo privado permaneceu fraco, mas o investimento residencial proporcionou algum apoio. Os dados provisórios do IGC para novembro sugerem a continuação de um dinamismo económico brando no quarto trimestre, com o enfraquecimento da atividade no setor dos serviços e a produção na indústria transformadora a apresentar pequenas melhorias. A inflação global medida pelo IPC

diminuiu para 3,6% em outubro, face a 3,8% em setembro. A inflação subjacente também abrandou para 3,4%, impulsionada pela inflação dos preços dos serviços, que diminuiu para 4,5%. O crescimento dos salários abrandou, mas manteve-se elevado. O orçamento do outono anunciado em 26 de novembro inclui despesas orçamentais mais elevadas nos próximos anos, enquanto medidas de política, como o congelamento prolongado dos limiares do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, deverão gerar receitas orçamentais adicionais, principalmente a partir de 2028.

2

Atividade económica

A economia da área do euro está a dar provas de resiliência, não obstante a conjuntura mundial difícil. O PIB real aumentou 0,3% no terceiro trimestre de 2025, um valor superior ao indicado nas projeções macroeconómicas de setembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE. Este aumento ocorreu na sequência de desenvolvimentos voláteis no primeiro semestre, refletindo os efeitos do abastecimento prévio em resposta às tarifas mais elevadas impostas pelos Estados Unidos e à incerteza associada, bem como o impacto de flutuações acentuadas dos dados irlandeses. No terceiro trimestre, o crescimento foi impulsionado pela procura interna e pela acumulação de existências do lado da despesa, com os serviços mercantis – em particular, o setor da informação e das comunicações – a contribuir em termos de valor acrescentado, enquanto a indústria e a construção permaneceram inalteradas. Atualmente, os dados de inquéritos sinalizam a continuação de um dinamismo de crescimento moderado no quarto trimestre de 2025, impulsionado pela atividade no setor dos serviços. O mercado de trabalho permanece resiliente, mas revela sinais de abrandamento, com diferenças assinaláveis entre países e setores. A taxa de desemprego manteve-se estável em 6,4% em setembro e outubro, próximo de níveis historicamente baixos recentes.

A procura interna deverá apoiar o crescimento do PIB no curto a médio prazo. É provável que os ganhos nos rendimentos reais e a resiliência do mercado de trabalho sustentem o consumo privado, e espera-se que o investimento em habitação recupere no quarto trimestre e nos trimestres seguintes, como sugerido pelos indicadores avançados. O investimento empresarial deverá também expandir-se, impulsionado pelos ativos intangíveis, sendo que é provável que o investimento em ativos tangíveis permaneça mais moderado no curto prazo. Fatores como o aumento da procura, lucros mais elevados, menor incerteza, despesas adicionais com defesa e infraestruturas, bem como a melhoria das condições de financiamento, deverão continuar a impulsionar o crescimento do investimento e da atividade no médio prazo.

Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do Euroistema, segundo as quais o crescimento médio do PIB real anual se situará em 1,4% em 2025, 1,2% em 2026, 1,4% em 2027 e 1,4% em 2028. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, o crescimento do PIB foi revisto em alta para o conjunto do horizonte de projeção³.

De acordo com a estimativa mais recente do Eurostat, a economia da área do euro cresceu 0,3% no terceiro trimestre de 2025, após um primeiro semestre volátil (gráfico 3). O crescimento no terceiro trimestre foi impulsionado pela procura interna e pela acumulação de existências, enquanto o comércio líquido deu um contributo negativo, devido ao forte crescimento das importações, em particular na Irlanda. O aumento do investimento em ativos intangíveis e dados pormenorizados sobre a produção de serviços sugerem que as despesas relacionadas com a IA

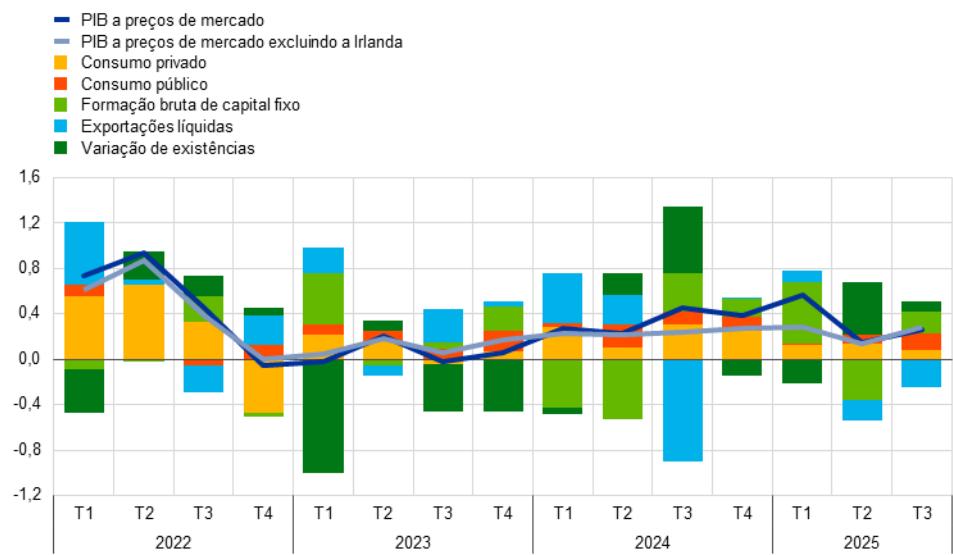
³ Ver as Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Euroistema – dezembro de 2025.

estão a aumentar. O crescimento do valor acrescentado bruto no terceiro trimestre foi impulsionado pelos serviços mercantis, liderados pelo setor da informação e das comunicações, enquanto os contributos da indústria e da construção se mantiveram inalterados.

Gráfico 3

PIB real da área do euro e respetivas componentes

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); contributos em pontos percentuais)



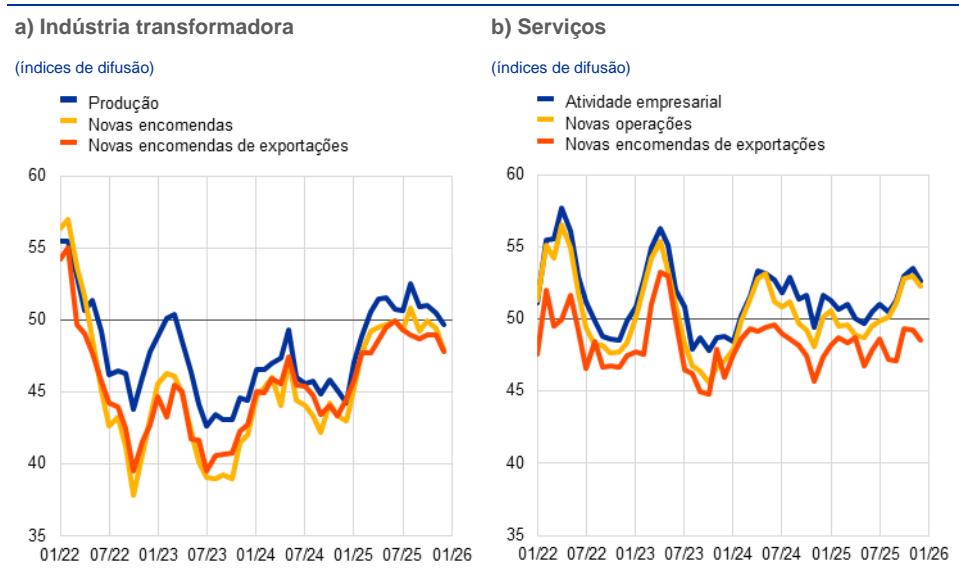
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2025.

Os dados de inquéritos indicam um dinamismo de crescimento moderado no quarto trimestre de 2025, impulsionado pela atividade no setor dos serviços.

No primeiro mês do quarto trimestre, a produção industrial excluindo a construção situou-se 0,6% acima do valor registado no terceiro trimestre, quando desceu 0,1%. No que respeita aos dados de inquéritos, o Índice de Gestores de Compras (IGC) compósito do produto da área do euro situou-se, em média, em 52,4 no quarto trimestre, face a 51,0 no terceiro trimestre, enquanto o perfil mensal diminuiu de 52,8 em novembro para 51,9 em dezembro. Esta diminuição ficou a dever-se à atividade no setor dos serviços (que se situou em 52,6) (gráfico 4, painel b) e a uma queda da produção na indústria transformadora para um valor inferior ao limiar de não crescimento de 50, atingindo 49,7 (gráfico 4, painel a). Numa análise para além do quarto trimestre, os IGC prospectivos relativos a novas encomendas e a expectativas das empresas continuam a sinalizar um crescimento moderado impulsionado pelos serviços, enquanto o desempenho da indústria transformadora parece permanecer moderado no curto prazo.

Gráfico 4
Indicadores do IGC entre setores da economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.
Nota: As últimas observações referem-se a dezembro de 2025.

O mercado de trabalho permaneceu resiliente no terceiro trimestre de 2025, embora a procura de mão de obra tenha continuado a atenuar-se gradualmente. O emprego e o total de horas trabalhadas aumentaram 0,2% e 0,4%, respetivamente, no terceiro trimestre de 2025 (gráfico 5). A atual moderação do crescimento do emprego reflete, em parte, um abrandamento da procura de mão de obra, tendo a taxa de postos de trabalho por preencher descido para 2,2% no terceiro trimestre, caindo para níveis inferiores aos observados antes da pandemia no quarto trimestre de 2019. A população ativa manteve-se estável no terceiro trimestre, com os números de outubro a indicarem um crescimento mensal em cadeia de 0,1%. Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego situou-se em 6,4% em outubro, mantendo-se num intervalo entre 6,3% e 6,4% desde o início do ano.

Gráfico 5

Emprego na área do euro, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego

(escala da esquerda: taxas de variação trimestrais em cadeia (%); índice de difusão; escala da direita: percentagem da população ativa)



Fontes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 e posteriormente dividido por 10 para determinar o crescimento trimestral em cadeia do emprego. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2025 para o emprego da área do euro, a dezembro de 2025 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a outubro de 2025 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para um crescimento ligeiramente positivo do emprego no quarto trimestre. O índice mensal do IGC compósito do emprego situou-se em 50,6 em dezembro, com uma média trimestral de 50,5, sugerindo um crescimento do emprego globalmente inalterado no quarto trimestre. O IGC relativo ao emprego no setor dos serviços tem oscilado em torno de 51 desde o início do ano, situando-se em 51,3 em dezembro, enquanto o indicador do IGC para o emprego na indústria transformadora permaneceu em terreno negativo, atingindo 48,5 na divulgação de dezembro, com uma média trimestral de 48,1.

O consumo privado continuou a expandir-se no terceiro trimestre de 2025 e espera-se que mantenha o seu dinamismo no quarto trimestre. O consumo privado expandiu-se 0,2%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro trimestre do ano, globalmente em linha com a dinâmica observada no segundo trimestre (gráfico 6, painel b). As despesas em serviços continuaram a aumentar, enquanto o consumo de bens registou uma moderação. O comércio a retalho e a produção de serviços registaram um aumento modesto no terceiro trimestre face ao segundo, de 0,2% e 0,3%, respetivamente, em termos trimestrais em cadeia, enquanto as vendas a retalho se mantiveram inalteradas em outubro, em termos mensais em cadeia. Os dados de inquéritos sugerem um dinamismo robusto do consumo privado até ao final do ano, com o indicador de confiança dos consumidores da Comissão Europeia a manter-se estável em novembro. As expetativas das empresas quanto à procura no comércio a retalho e nos serviços de consumo ao longo dos próximos três meses melhoraram em novembro, com a procura de serviços de consumo a aproximar-se dos níveis anteriores à pandemia. Nos serviços com uma grande componente de contacto, os indicadores da Comissão Europeia da procura esperada enfraqueceram nos serviços de

alojamento e, em menor medida, nos serviços de produtos alimentares e bebidas, reforçando-se simultaneamente nos serviços de viagens. Do mesmo modo, dados do inquérito sobre as expectativas dos consumidores indicam que as expectativas quanto às compras relacionadas com férias se mantêm fortes. Numa análise prospectiva, o consumo privado deverá continuar a expandir-se, apoiado pelos ganhos nos rendimentos reais de anos anteriores. Embora o consumo privado apresente, até à data, um desfasamento em relação ao crescimento do rendimento, espera-se que estes ganhos em termos de rendimentos reais se traduzam gradualmente num dinamismo mais forte do consumo no curto prazo, não obstante a elevada taxa de poupança (gráfico 6, painel b). Ao mesmo tempo, de acordo com o inquérito sobre as expectativas dos consumidores, os motivos de precaução e os efeitos ricardianos estão a influenciar a propensão das famílias para a poupança (ver a [caixa 4](#)).

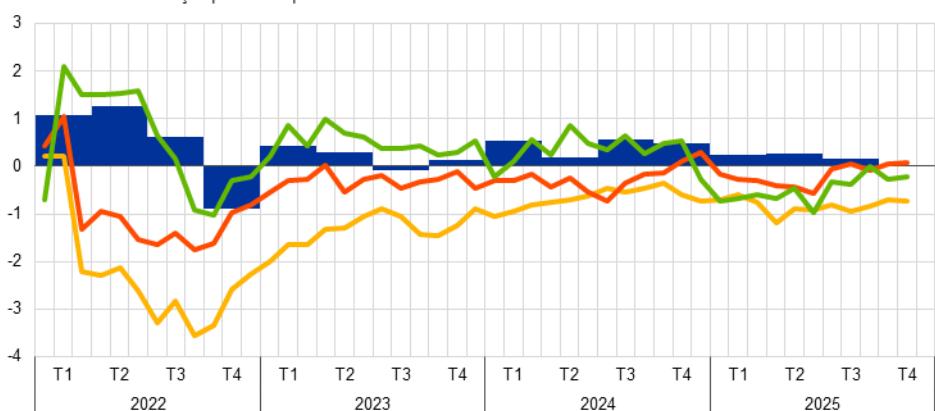
Gráfico 6

Consumo e confiança das famílias, expectativas das empresas; taxa de poupança das famílias e expectativas de desemprego

a) Despesas de consumo e confiança, expectativas das empresas

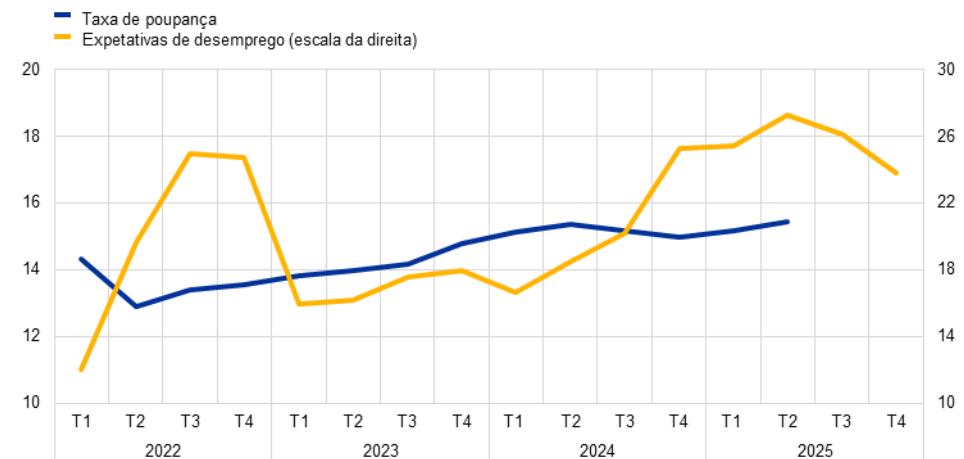
(taxas de variação trimestrais em cadeia (%), contributos em pontos percentuais; percentagens de rendimento disponível bruto)

- Consumo privado
- Confiança dos consumidores
- Procura no comércio a retalho
- Procura de serviços ponderada pelo consumo



b) Taxa de poupança das famílias e expetativas de desemprego

(percentagens de rendimento disponível, saldos líquidos em percentagem)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: As expetativas das empresas para a procura no comércio a retalho (excluindo veículos automóveis) e a procura de serviços ponderada pelo consumo referem-se aos próximos três meses. "Procura de serviços ponderada pelo consumo" tem como base os indicadores de procura esperada por setor dos inquéritos da Comissão Europeia às empresas sobre serviços, ponderados pelas percentagens setoriais de consumo privado a nível interno com base nos quadros de entradas-saídas FIGARO de 2022. A série de procura de serviços ponderada pelo consumo é harmonizada para o período de 2005 a 2019, enquanto as séries da procura no comércio a retalho e da confiança dos consumidores são harmonizadas para o período de 1999 a 2019. As últimas observações referem-se ao segundo trimestre de 2025 para a taxa de poupança, ao terceiro trimestre de 2025 para o consumo privado e a novembro de 2025 para as restantes variáveis.

O investimento empresarial cresceu de forma robusta no terceiro trimestre, prevendo-se que continue a aumentar. No terceiro trimestre de 2025, o investimento empresarial aumentou 1,8%, em termos trimestrais em cadeia, e 1,1% quando se excluem os ativos intangíveis irlandeses voláteis. Excluindo os ativos intangíveis irlandeses, o investimento tanto em ativos tangíveis como em intangíveis cresceu substancialmente. Os indicadores para o setor dos bens de investimento no quarto trimestre, como, por exemplo, o indicador do IGC do produto e o inquérito de confiança da Comissão Europeia até novembro, apontam para algum enfraquecimento do investimento em ativos tangíveis (gráfico 7, painel a). Entretanto, os inquéritos sobre serviços relacionados com ativos intangíveis até novembro, tais como o IGC da atividade e o inquérito da Comissão Europeia sobre a procura esperada nos próximos três meses, indicam uma continuação do aumento do investimento em ativos intangíveis. Na edição de novembro do [diálogo com o setor empresarial não financeiro](#), as empresas reportaram um crescente investimento em comércio eletrónico, centros de dados, desenvolvimento de software e automação. No entanto, o diálogo revelou que os elevados custos da energia, de mão de obra e regulatórios, bem como os receios de regulamentação excessiva da IA, continuam a ser obstáculos substanciais. Em termos prospectivos, o investimento deverá ser sustentado pelo aumento da procura global, lucros mais elevados, menor incerteza e novas iniciativas em matéria de defesa e infraestruturas, bem como pelas condições de financiamento mais favoráveis ao longo do último ano. A simplificação da regulamentação da UE poderia também contribuir para acelerar o investimento. No entanto, persistem alguns riscos significativos em sentido descendente, dado que os efeitos adversos de tarifas mais elevadas poderão ainda manifestar-se. As empresas que participam no diálogo mostraram-se particularmente preocupadas com o redirecionamento, por parte da China, das exportações de alta tecnologia de baixo preço – dada a sua

sobrecapacidade e a redução das oportunidades de exportação para os Estados Unidos – o que poderá enfraquecer as margens e conduzir a perdas de quota de mercado na Europa.

Gráfico 7

Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos

a) Investimento empresarial (excluindo ativos intangíveis irlandeses)

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos em percentagem e índice de difusão)

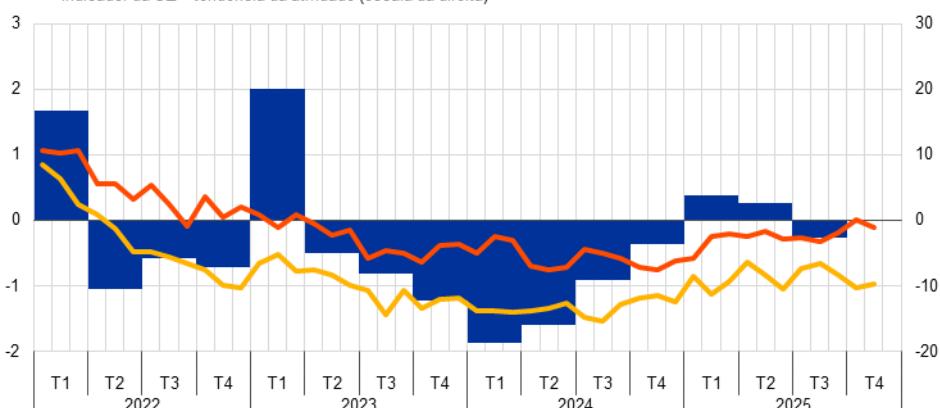
- Investimento empresarial
- IGC relativo ao produto (escala da direita)
- Indicador de confiança da CE (escala da direita)



b) Investimento em habitação

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos em percentagem e índice de difusão)

- Investimento em habitação
- IGC relativo ao produto (escala da direita)
- Indicador da CE – tendência da atividade (escala da direita)



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia, S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras se referem a dados trimestrais. Os IGC são expressos num desvio face a 50. No painel a), o investimento empresarial é medido pelo investimento em outros setores exceto construção (excluindo ativos intangíveis irlandeses). Os indicadores de curto prazo referem-se ao setor dos bens de investimento. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança no setor dos bens de investimento é normalizado para a média de 1999-2019 e para o desvio-padrão da série. No painel b), a linha relativa ao indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade refere-se à média ponderada da avaliação por parte dos setores de construção de edifícios e de atividades especializadas de construção da tendência da atividade nos três meses anteriores, redimensionada para apresentar o mesmo desvio-padrão que o IGC. A linha do IGC relativo ao produto refere-se à atividade no mercado da habitação. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2025 para o investimento e a novembro de 2025 para o IGC relativo ao produto e para os indicadores da Comissão Europeia.

O investimento em habitação diminuiu ligeiramente no terceiro trimestre de 2025, mas espera-se que regresse a um crescimento moderado no quarto trimestre. Após dois trimestres consecutivos de expansão no início do ano, o investimento em habitação caiu 0,3%, em termos trimestrais em cadeia, no terceiro

trimestre, indicando que ainda não se verificou uma recuperação sustentada (gráfico 7, painel b). A produção no setor da construção de edifícios e atividades especializadas de construção foi, em média, 0,1% mais elevada no terceiro trimestre do que no trimestre anterior. Os indicadores prospetivos apresentam um cenário heterogéneo. O indicador da Comissão Europeia das tendências recentes na construção de edifícios e em atividades especializadas de construção fortaleceu-se em outubro e novembro, em comparação com o terceiro trimestre, enquanto o índice do IGC para a atividade no mercado da habitação diminuiu. Porém, em termos globais, é provável que o investimento em habitação retome uma recuperação gradual. Esta avaliação é suportada por um aumento contínuo, embora modesto, das licenças concedidas para edifícios residenciais no terceiro trimestre, bem como pelo atual aumento dos novos empréstimos à habitação. Além disso, o inquérito sobre as expetativas dos consumidores sinaliza uma crescente atratividade da habitação como investimento, apontando para um fortalecimento da procura de habitação (ver a [caixa 5](#)).

O total das exportações da área do euro recuperaram no terceiro trimestre de 2025, aumentando 0,7%, embora o dinamismo subjacente permaneça fraco.

As exportações de bens da área do euro aumentaram acentuadamente no terceiro trimestre de 2025, subindo 1,5% em termos trimestrais em cadeia. Esta recuperação deve-se, em parte, ao aumento das vendas de produtos farmacêuticos para os Estados Unidos, o que poderá ter refletido um abastecimento prévio nas exportações por parte das empresas na expectativa de um eventual aumento das tarifas sobre esses produtos. Refletiu igualmente o aumento das exportações de ingredientes utilizados nos medicamentos para perder peso. Para além dos produtos farmacêuticos, a área do euro continua a sofrer perdas de quota de mercado em muitos destinos e setores, num contexto de maior concorrência da China. Este padrão deverá pesar persistentemente sobre as exportações da área do euro. No terceiro trimestre de 2025, as importações de bens registaram uma subida modesta de 0,7%, tendo as importações chinesas continuado a crescer num contexto de maior concorrência para as empresas da área do euro. Paralelamente, os preços das importações continuaram a descer, caindo 2% em agosto em termos homólogos, refletindo o impacto da anterior apreciação do euro e pressões descendentes sobre os preços provenientes da China. Em termos prospetivos, os indicadores de inquéritos continuam a apontar para um enfraquecimento das exportações da indústria transformadora e de serviços.

Em comparação com as projeções de setembro de 2025, o crescimento do PIB real foi objeto de uma revisão em alta de 0,2 pontos percentuais para 2025

e 2026 e de 0,1 pontos percentuais para 2027. A correção em sentido ascendente relativamente a 2025 reflete revisões de dados anteriores, incluindo resultados melhores do que o esperado para o terceiro trimestre de 2025. A incerteza um pouco menor das políticas comerciais, a maior procura externa e a descida dos preços das matérias-primas energéticas levaram à revisão em alta das perspetivas de crescimento para 2026. A dinâmica trimestral marginalmente mais vigorosa e um maior efeito de repercussão da dinâmica de crescimento mais forte em 2026, implicam, em conjunto, uma pequena revisão em alta das perspetivas para 2027. Em termos de componentes da despesa, as maiores revisões em alta para o

período de 2025-2027 estão relacionadas com o investimento e, em particular, com o investimento empresarial mais forte ao longo de todo o horizonte e o investimento público mais dinâmico em 2027, assim como a maior força do consumo público no período de 2025-2026. O comércio líquido também foi revisto em alta no que toca a 2025, refletindo um desempenho melhor do que o esperado das exportações nos três primeiros trimestres do ano.

3

Preços e custos

A inflação global homóloga na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), continua a situar-se próximo do objetivo de médio prazo de 2% estabelecido pelo Conselho do BCE. Permaneceu em 2,1% em novembro de 2025⁴, visto que um aumento da inflação dos preços dos produtos energéticos foi compensado por uma descida da inflação dos preços dos produtos alimentares. A inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) permaneceu estável em 2,4%, dado que a inflação dos preços dos bens e a inflação dos preços dos serviços evoluíram em sentidos opostos. Os indicadores da inflação subjacente variaram pouco nos últimos meses e continuam a ser consentâneos com o objetivo de médio prazo de 2%. Enquanto o crescimento dos lucros unitários não se alterou no terceiro trimestre de 2025, os custos unitários do trabalho exibiram uma taxa de crescimento ligeiramente mais elevada do que no segundo trimestre. O crescimento homólogo da remuneração por empregado manteve-se inalterado em 4,0% no terceiro trimestre. A maioria das medidas das expetativas de inflação de mais longo prazo continua a situar-se em torno de 2%, o que apoia a estabilização da inflação em torno do objetivo.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, a inflação global descerá de 2,1% em 2025 para 1,9% em 2026 e 1,8% em 2027, regressando em 2028 para o objetivo de médio prazo de 2% definido pelo Conselho do BCE. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, a inflação global foi revista em alta para 2026 e ligeiramente em baixa para 2027⁵.

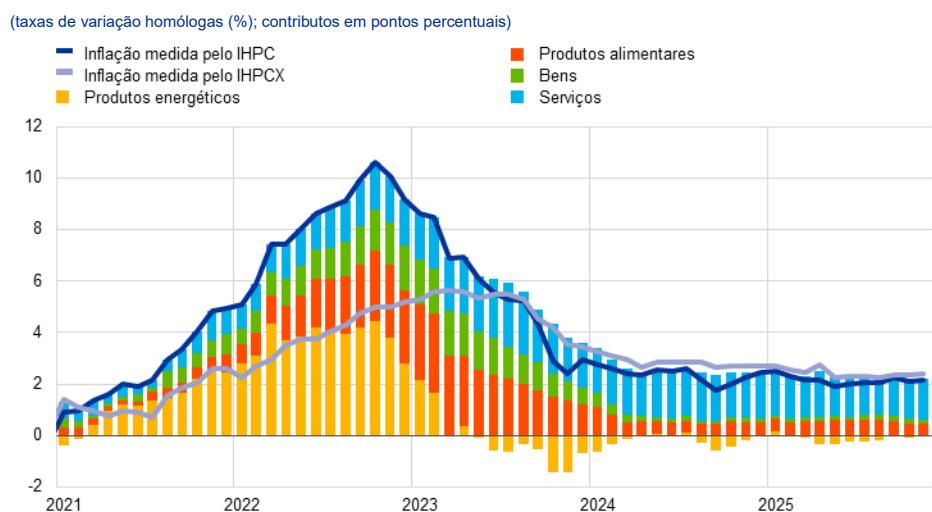
A inflação medida pelo IHPC na área do euro manteve-se em 2,1% em novembro de 2025 (gráfico 8). Este resultado vem no seguimento de uma recuperação modesta da inflação dos preços dos serviços e um aumento da componente energética, que foram compensados por uma inflação mais baixa dos preços dos produtos industriais não energéticos e dos produtos alimentares. A taxa de variação homóloga dos preços dos produtos energéticos subiu para -0,5% em novembro, face a -0,9% em outubro, impulsionada por um aumento da componente de combustíveis para transportes, que superou as descidas das componentes da eletricidade e do gás. A inflação total dos preços dos produtos alimentares desceu ligeiramente para 2,4% em novembro, face a 2,5% em outubro. Analisando as subcomponentes individuais dos produtos alimentares, a taxa de variação homóloga dos preços dos produtos alimentares transformados desceu ligeiramente para 2,2% em novembro, face a 2,3% em outubro, enquanto a dos preços dos produtos alimentares não transformados se manteve inalterada em 3,2%. A inflação medida pelo IHPCX manteve-se estável pelo terceiro mês consecutivo em novembro, situando-se em 2,4%. Tal reflete uma descida modesta da inflação dos preços dos produtos industriais não energéticos para 0,5%, face a 0,6% em outubro, que compensou um aumento igual da inflação dos preços dos serviços, para 3,5% face

⁴ A data de fecho dos dados incluídos na presente edição do Boletim Económico foi 17 de dezembro de 2025. De acordo com a estimativa provisória publicada pelo Eurostat em 7 de janeiro de 2026, a inflação homóloga na área do euro diminuiu para 2,0% em dezembro de 2025.

⁵ Ver as Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2025.

a 3,4% no mesmo período. Nos últimos meses, a inflação dos preços dos serviços tem seguido uma trajetória ascendente, impulsionada por taxas de crescimento homólogas mais elevadas da subcomponente das atividades recreativas – em particular no que se refere ao alojamento e férias organizadas – bem como nas subcomponentes de transportes e comunicações. Em termos prospetivos, embora as pressões sobre os preços dos serviços permaneçam fortes, o abrandamento gradual esperado do crescimento dos salários deverá contribuir para a desinflação dos preços dos serviços.

Gráfico 8
Inflação global e respetivas componentes principais



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "Bens" refere-se a produtos industriais não energéticos. IHPCX significa IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares. As últimas observações referem-se a novembro de 2025.

Os indicadores da inflação subjacente variaram pouco nos últimos meses e continuam a ser consentâneos com o objetivo de médio prazo de 2% definido pelo BCE (gráfico 9). Em novembro de 2025, a maioria das medidas da inflação subjacente apresentou um movimento lateral e o intervalo dos valores dos indicadores situou-se entre 2,0% e 2,5%⁶. Todas as medidas permanentes da inflação baseadas na exclusão mantiveram-se inalteradas face a outubro, permanecendo entre 2,4% e 2,5%. Os movimentos da maioria das medidas temporárias baseadas na exclusão também apontaram para uma estabilização das pressões sobre a inflação subjacente em novembro. A inflação interna, que inclui principalmente rubricas de serviços, aumentou ligeiramente para 3,6% em novembro, face a 3,5% em outubro. No que respeita às medidas baseadas em modelos, a componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*) diminuiu para 2,0% em novembro, enquanto o indicador *super-core* (que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico) se manteve constante em 2,5% pelo quinto mês consecutivo.

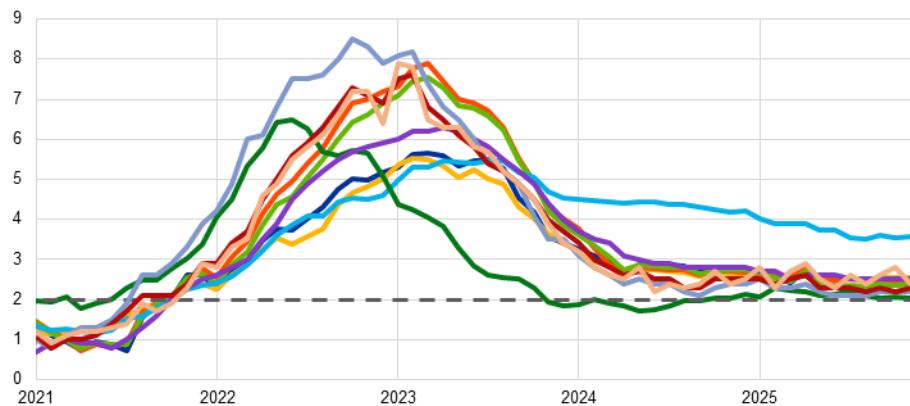
⁶ O intervalo exclui a inflação interna.

Gráfico 9

Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))

- IHPCX
- IHPCXX
- IHPC excluindo produtos energéticos
- IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos
- Inflação interna
- Componente persistente e comum da inflação
- Super-core*
- Média aparada (10%)
- Média aparada (30%)
- Mediana ponderada



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

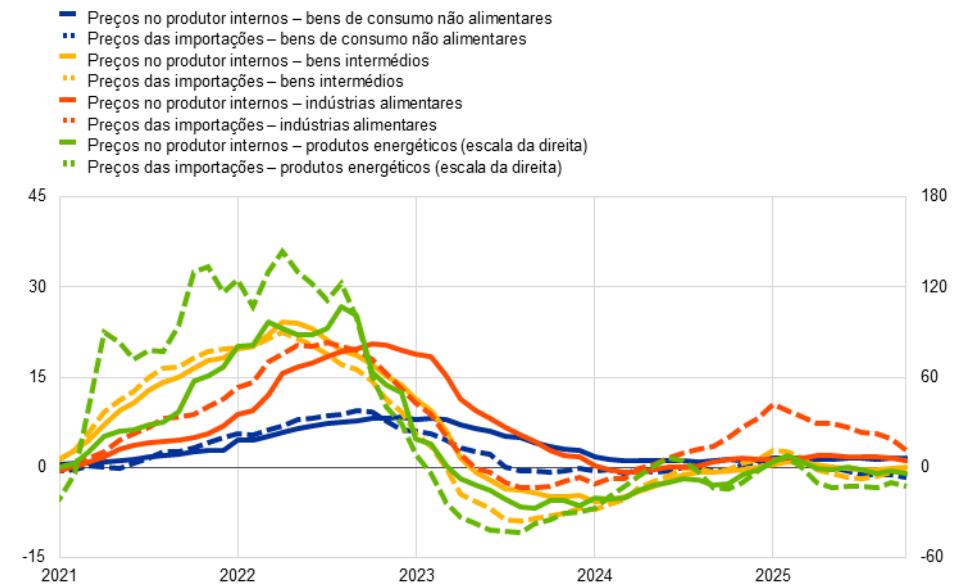
Notas: A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de inflação de 2% do Conselho do BCE no médio prazo. IHPCX significa IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares; IHPCXX significa IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado. As últimas observações referem-se a novembro de 2025.

As medidas de pressões acumuladas indicam um abrandamento gradual das pressões inflacionistas (gráfico 10). Nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos diminuiu consideravelmente, para -3,9% em outubro de 2025, face a -2,4% em setembro, muito abaixo do seu pico de 7,8% em fevereiro. No mesmo período, a taxa de crescimento homólogo dos preços no produtor internos de bens intermédios aumentou para 0,1%, face a -0,1%, enquanto a inflação dos preços das importações se manteve inalterada em -0,8%. Nas fases mais avançadas da cadeia de preços, para os bens de consumo não alimentares, a inflação dos preços no produtor internos manteve-se inalterada em 1,5% em outubro, enquanto a inflação dos preços das importações desceu para -1,6%, face a -1,2% em setembro. Ao mesmo tempo, para os produtos alimentares transformados, a taxa de crescimento homólogo dos preços no produtor desceu para 1,1%, face a 1,7%, enquanto a dos preços das importações continuou a cair face ao pico de 10,6% registado em janeiro, caindo para 2,8% em outubro, face a 4,9% em setembro. Em termos gerais, os dados sugerem que as pressões acumuladas sobre os bens de consumo e os produtos alimentares têm vindo a abrandar, refletindo a apreciação do euro e, possivelmente, a maior incidência da China sobre a área do euro enquanto mercado de exportação, exercendo pressões no sentido descendente sobre os preços das importações.

Gráfico 10

Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

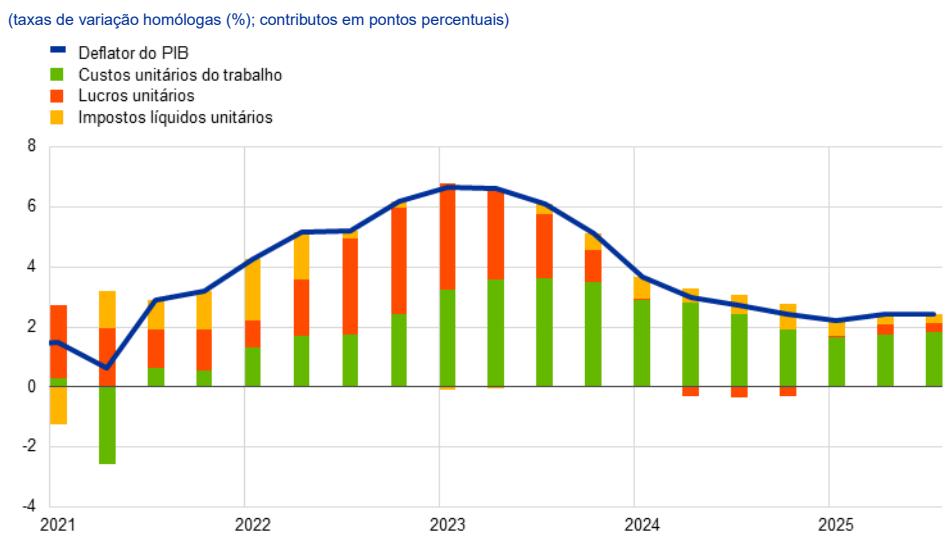
Nota: As últimas observações referem-se a outubro de 2025.

As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, permaneceram globalmente estáveis em 2,4% no terceiro trimestre de 2025 (gráfico 11). Tal refletiu um acréscimo do contributo dos custos unitários do trabalho, que foi compensado por um contributo estável dos lucros unitários e por uma diminuição do contributo dos impostos líquidos unitários. O ligeiro aumento da taxa de crescimento homóloga dos custos unitários do trabalho ficou a dever-se a uma descida moderada da taxa de crescimento da produtividade do trabalho, para 0,7% no terceiro trimestre, face a 0,8% no segundo trimestre, e a uma taxa de crescimento estável da remuneração por empregado, que se situou em 4,0% no terceiro trimestre. Esta última refletiu uma descida do crescimento dos salários negociados, para 1,9% no terceiro trimestre, face a 4,0% no trimestre anterior, a qual foi compensada por um aumento substancial da componente de desvio salarial ao longo do mesmo período. A queda acentuada do crescimento dos salários negociados reflete o impacto mecânico de pagamentos pontuais avultados efetuados em 2024, o que, ao mesmo tempo, também causou a volatilidade do desvio salarial. Em termos prospetivos, o instrumento de acompanhamento dos salários do BCE, que integra dados sobre acordos salariais negociados até ao final de novembro de 2025, continua a indicar que as pressões sobre o crescimento dos salários se manterão moderadas no quarto trimestre de 2025 e no primeiro semestre de 2026, estabilizando gradualmente no segundo semestre de 2026⁷. As projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema preveem que o crescimento da

⁷ Para mais pormenores, ver o comunicado do BCE, de 19 de dezembro de 2025, intitulado [New data release: ECB wage tracker suggests lower wage growth and gradual normalisation of negotiated wage pressures in 2026](#).

remuneração por empregado se situe, em média, em 4,0% em 2025 e registe uma moderação, situando-se em 3,2% em 2026, 2,9% em 2027 e 3,0% em 2028.

Gráfico 11
Desagregação do deflator do PIB



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A remuneração por empregado contribui positivamente para variações nos custos unitários do trabalho. A produtividade do trabalho contribui negativamente. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2025.

Durante o período em análise, de 11 de setembro a 17 de dezembro de 2025, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação (gráfico 12, painel a) mantiveram-se praticamente inalteradas, bem como as expectativas de inflação a mais longo prazo dos analistas profissionais e analistas monetários. A taxa dos swaps indexados à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, uma medida baseada no mercado de compensação pela inflação a curto prazo, permaneceu globalmente estável em torno de 1,8%. Os mercados indexados à inflação pareceram não ter reagido fortemente à decisão do Conselho Europeu de 5 de novembro de 2025 de adiar por um ano a implementação do novo sistema de comércio de licenças de emissão da UE – referido como “Comércio Europeu de Licenças de Emissão 2” ou “CELE 2” – de 2027 para 2028. A médio e mais longo prazo, a compensação pela inflação manteve-se igualmente estável. A taxa dos swaps indexados à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos, ajustada pelos prémios de risco de inflação, manteve-se próximo de 2%. Tal sugere que as expectativas a mais longo prazo baseadas no mercado permanecem bem ancoradas no objetivo de inflação do Conselho do BCE. Tanto no inquérito do BCE a analistas profissionais para o quarto trimestre de 2025 como no inquérito do BCE a analistas monetários para dezembro de 2025, as expectativas médias e medianas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se em 2%.

A percepção da inflação passada por parte dos consumidores e as suas expectativas de inflação a curto e médio prazo mantiveram-se estáveis em novembro de 2025 (gráfico 12, painel b). De acordo com o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores para novembro de 2025, a taxa mediana de percepção da inflação nos 12 meses anteriores permaneceu estável em 3,1%,

mantendo-se inalterada desde fevereiro de 2025. As expetativas medianas para a inflação global nos próximos 12 meses (2,8%) e com uma antecedência de 3 anos (2,5%) também se mantiveram inalteradas desde outubro e julho, respetivamente.

Gráfico 12

Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação e expetativas de inflação por parte dos consumidores

a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))

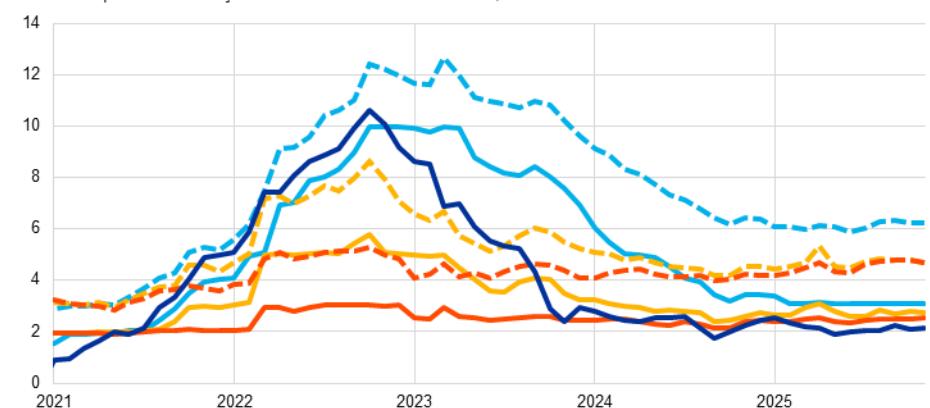
- 1 ano com uma antecedência de 1 ano
- 5 anos com uma antecedência de 5 anos



b) Inflação global medida pelo IHPC e inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores

(taxas de variação homólogas (%))

- Inflação medida pelo IHPC
- Percepções da inflação anterior, média/mediana
- Expetativas da inflação com uma antecedência de 1 ano, média/mediana
- Expetativas da inflação com uma antecedência de 3 anos, média/mediana



Fontes: LSEG, Eurostat, inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores e cálculos do BCE.

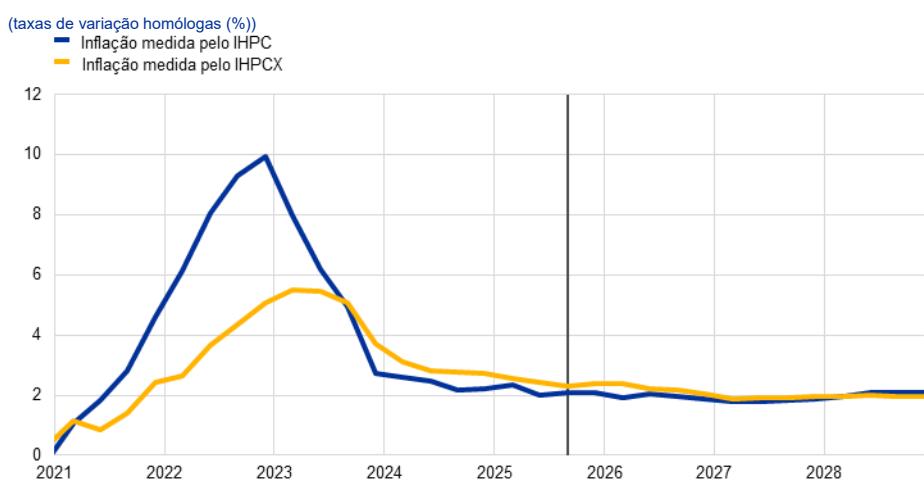
Notas: O painel a) mostra as taxas de swaps indexados à inflação a prazo em diferentes horizontes temporais para a área do euro. A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 11 de setembro de 2025. No painel b), as linhas a tracejado representam a taxa média e as linhas contínuas representam a taxa mediana. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2025 para o painel a) e a novembro de 2025 para as medidas do painel b).

De acordo com as projeções de dezembro de 2025, a inflação global deverá situar-se, em média, em 2,1% em 2025, 1,9% em 2026 e 1,8% em 2027, antes de regressar ao objetivo de médio prazo do Conselho do BCE de 2% em 2028 (gráfico 13). A inflação global deverá manter-se em 2,1% no último trimestre de 2025, antes de descer ligeiramente abaixo de 2,0% em 2026 e manter-se nesses

níveis mais baixos em 2027. A taxa média mais baixa projetada para 2026 está relacionada com efeitos de base associados aos produtos energéticos no primeiro trimestre, uma inflação dos preços dos produtos alimentares mais fraca e uma descida da inflação medida pelo IHPCX devido a uma moderação da inflação dos preços dos serviços. A nova queda da inflação global em 2027 reflete a continuação da descida da inflação medida pelo IHPCX, a qual é parcialmente compensada por uma inversão da inflação dos preços dos produtos energéticos para taxas nulas, ao passo que a inflação dos preços dos produtos alimentares deverá permanecer inalterada. A inflação global deverá depois aumentar em 2028, devido sobretudo a um aumento significativo da inflação dos preços dos produtos energéticos, impulsionado por medidas orçamentais relacionadas com a transição climática e, em especial, pela introdução do CELE 2. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, as perspetivas para a inflação global permanecem inalteradas no que toca a 2025, tendo sido revistas em alta em 0,2 pontos percentuais relativamente a 2026 e em baixa em 0,1 pontos percentuais no tocante a 2027. A revisão em alta para 2026 reflete principalmente perspetivas mais fortes para a inflação dos preços dos serviços, enquanto a revisão em baixa no que respeita a 2027 se deve principalmente ao adiamento esperado do CELE 2, parcialmente compensado por uma inflação mais forte dos preços dos serviços. Projeta-se que a inflação medida pelo IHPCX desça de 2,4% em 2025 para 2,2% em 2026 e estabilize depois em 2% ou próximo desse nível no final do horizonte de projeção, conduzida pelo desvanecimento das pressões dos custos do trabalho sobre a inflação dos preços dos serviços. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, a inflação medida pelo IHPCX permanece inalterada para 2025, tendo sido revista em alta em 0,3 pontos percentuais para 2026 e 0,1 pontos percentuais para 2027.

Gráfico 13

Inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX para a área do euro



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2025. Notas: A linha vertical a cinzento indica o último trimestre antes do início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2025 (dados) e ao quarto trimestre de 2028 (projeções). As projeções de dezembro de 2025 foram finalizadas em 3 de dezembro de 2025 e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 26 de novembro de 2025. Tanto os dados históricos como os projetados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

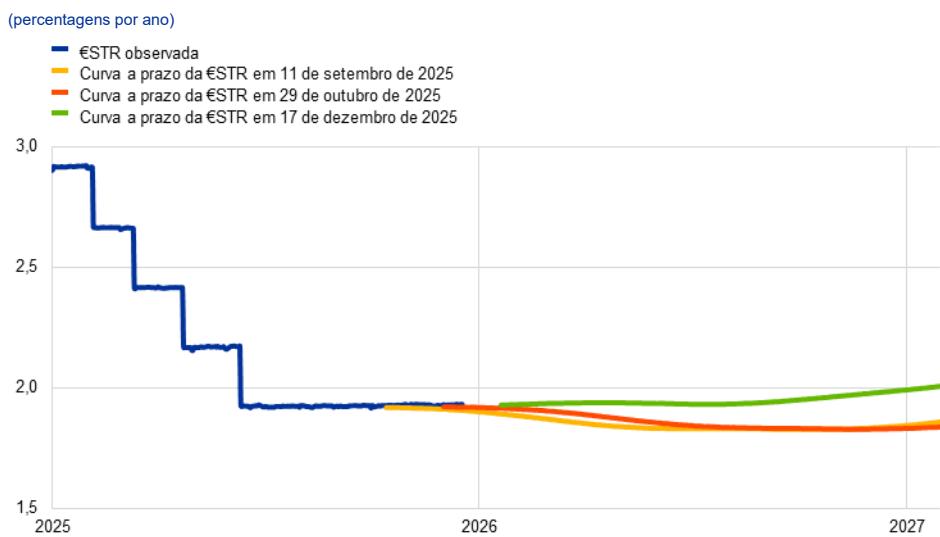
Evolução do mercado financeiro

As taxas de juro isentas de risco de curto e longo prazo da área do euro aumentaram durante o período em análise, de 11 de setembro a 17 de dezembro de 2025, tendo os mercados financeiros efetivamente excluído expetativas de novos cortes nas taxas de juro. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo terminaram o período em análise num nível mais elevado, mas os diferenciais em relação às taxas de juro isentas de risco estreitaram-se. O aumento das taxas de juro isentas de risco e das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas esteve alinhado com uma tendência mais abrangente de maior inclinação das curvas de rendimentos a nível mundial, em grande parte devido a uma subida das taxas reais. Os mercados acionistas da área do euro registaram ganhos no período em análise, não obstante recuos temporários no contexto de preocupações quanto à valorização de empresas de inteligência artificial (IA) nos Estados Unidos. Os diferenciais nos mercados de obrigações de empresas estreitaram-se novamente, situando-se atualmente em mínimos históricos, sustentados por uma elevada apetência pelo risco. Nos mercados cambiais, o euro permaneceu estável face ao dólar dos Estados Unidos (+0,3%) e em termos ponderados pelo comércio (+0,4%). A estabilidade face ao dólar dos Estados Unidos refletiu uma evolução macroeconómica melhor do que o esperado quer na área do euro quer nos Estados Unidos, enquanto a estabilidade ponderada pelo comércio se deveu a uma compensação dos movimentos cambiais face aos parceiros comerciais.

As taxas de juro isentas de risco de curto e longo prazo na área do euro subiram durante o período em análise (gráfico 14). A taxa de juro de referência de curto prazo do euro (€STR) situou-se em 1,93% no final do período em análise, na sequência das decisões do Conselho do BCE de manter inalteradas as três taxas de juro diretoras do BCE nas suas reuniões de setembro e outubro. A liquidez excedentária diminuiu cerca de 164 mil milhões de euros, para 2486 mil milhões de euros, refletindo sobretudo a diminuição contínua das carteiras de títulos detidos para fins de política monetária. As taxas de juro de muito curto prazo nos contratos a prazo aumentaram no período em análise, à medida que os mercados excluíam expetativas de novos cortes das taxas de juro. O regresso da incerteza no comércio mundial, que se ficou a dever principalmente a tensões acrescidas entre os Estados Unidos e a China, levou a uma breve redução das taxas de juro isentas de risco durante o mês de outubro. Esta descida foi posteriormente revertida num contexto de melhoria do sentimento comercial, com os Estados Unidos a assinarem acordos comerciais com diversos países asiáticos e a diminuição das tensões geopolíticas no Médio Oriente. Na sequência da reunião do Conselho do BCE de 30 de outubro de 2025, as expetativas quanto às taxas de juro diretoras no curto prazo registaram um desvio ascendente, uma vez que os dados disponibilizados sinalizavam que a economia da área do euro permanecia resiliente. No final do período em análise, a curva a prazo da €STR incorporava aumentos acumulados das taxas de juro de 6 pontos base no final de 2026, revertendo os cortes acumulados das taxas de juro de 8 pontos base incorporados no início do período em análise. Numa perspetiva para além de 2027, a curva a prazo da €STR deslocou-se em sentido ascendente em todos os prazos, em consonância com a subida acentuada a nível mundial das curvas de rendimentos impulsuada sobretudo por taxas reais mais elevadas.

Em termos globais, a taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos aumentou para 2,7% no período em análise.

Gráfico 14
Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR



Fontes: Bloomberg Finance L.P. e cálculos do BCE.

Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

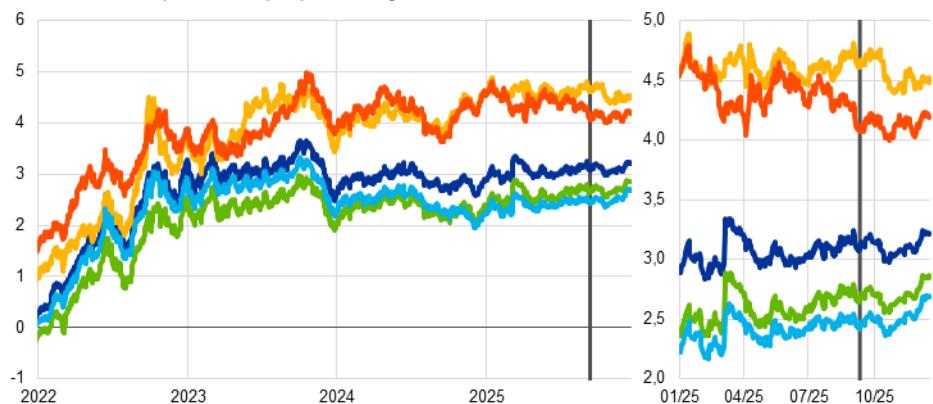
As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo terminaram o período em análise em níveis mais elevados, ao passo que os diferenciais em relação às taxas de juro isentas de risco estreitaram-se (gráficos 15 e 16). A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro a 10 anos ponderada pelo PIB aumentou 14 pontos base no período em análise, situando-se em torno de 3,2%. Os diferenciais das obrigações soberanas em relação às taxas dos swaps indexados pelo prazo *overnight* isentas de risco estreitaram-se, refletindo uma forte apetência pelo risco nas várias classes de ativos e uma reavaliação favorável pelo mercado das perspetivas orçamentais para alguns países, como Espanha e Itália. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas francesas tiveram um desempenho semelhante às de outros países da área do euro, com o desvanecimento da incerteza política em França. Entretanto, uma redução da notação de crédito soberano de França desencadeou apenas uma reação de curta duração nos mercados financeiros. A dispersão entre países dos diferenciais das obrigações soberanas em relação às taxas de juro isentas de risco diminuiu ao longo do período em análise, atingindo níveis historicamente baixos.

Gráfico 15

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos e taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(percentagens por ano)

- Média da área do euro ponderada pelo PIB
- Reino Unido
- Estados Unidos
- Alemanha
- Taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

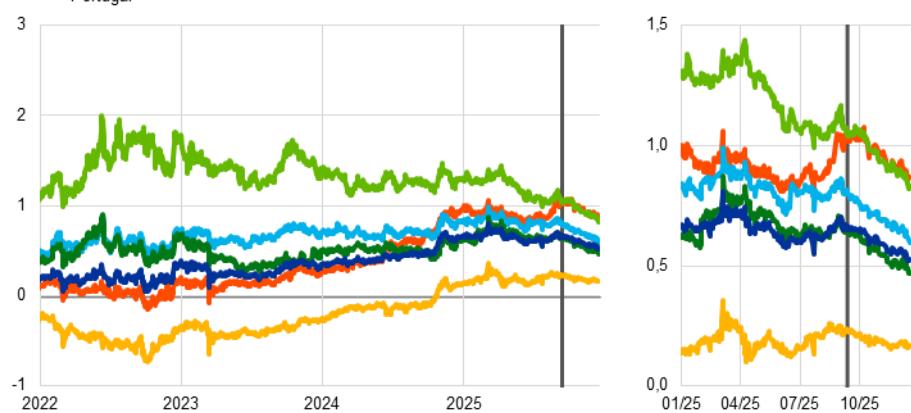
Notas: A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 11 de setembro de 2025. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2025.

Gráfico 16

Diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro face à taxa dos swaps indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(pontos percentuais)

- Média da área do euro ponderada pelo PIB
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha
- Portugal



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 11 de setembro de 2025. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2025.

Os índices dos mercados acionistas da área do euro subiram no período em análise, não obstante os recuos temporários refletindo preocupações com valorizações relacionadas com a IA (gráfico 17). Os índices dos mercados bolsistas da área do euro aumentaram 4,9% ao longo do período em análise, tendo

o subíndice das sociedades não financeiras (SNF) aumentado 4% e os preços das ações dos bancos aumentando 10,6%. As ações financeiras da área do euro subiram devido a um aumento sustentado das valorizações nos mercados acionistas, assente em balanços robustos e em elevada rendibilidade. Os índices dos mercados bolsistas dos Estados Unidos fortaleceram-se em cerca de 1,3%, com aumentos de 1,5% para as SNF e 6,8% para os bancos. O índice mais alargado das sociedades financeiras dos Estados Unidos aumentou 1,1%. Apesar dos ganhos globais quer na área do euro quer nos Estados Unidos, as preocupações dos investidores quanto às valorizações das ações relacionadas com inteligência artificial dos Estados Unidos desencadearam um período de venda generalizada (*sell-off*) em novembro. No entanto, os subsequentes relatórios com resultados robustos por parte de algumas das principais empresas relacionadas com a IA ajudaram a atenuar estas preocupações. De um modo geral, as ações da área do euro superaram os seus pares dos Estados Unidos, devido, em parte, a reservas dos mercados quanto a valorizações excessivas, à descida dos níveis de numerário e às crescentes interdependências financeiras entre as empresas de IA nos Estados Unidos.

Gráfico 17

Índices de cotações de ações da área do euro e dos Estados Unidos

(índice: 1 de janeiro de 2020 = 100)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 11 de setembro de 2025. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2025.

Nos mercados de obrigações de empresas, os diferenciais das obrigações com grau de qualidade de investimento e das obrigações com elevada rendibilidade estreitaram-se novamente, situando-se atualmente em mínimos históricos. A apetência pelo risco manteve-se elevada no período em análise e apoiou condições de financiamento favoráveis nos mercados de obrigações de empresas, com os diferenciais nos segmentos com grau de qualidade de investimento e de elevada rendibilidade a diminuir, respetivamente, 2 e 15 pontos base. Os diferenciais com grau de qualidade de investimento estreitaram-se 4 pontos base no caso das SNF e permaneceram globalmente inalterados para as sociedades financeiras. No segmento de elevada rendibilidade, os diferenciais

diminuíram 19 pontos base no caso das SNF e alargaram-se cerca de 35 pontos base no caso das sociedades financeiras.

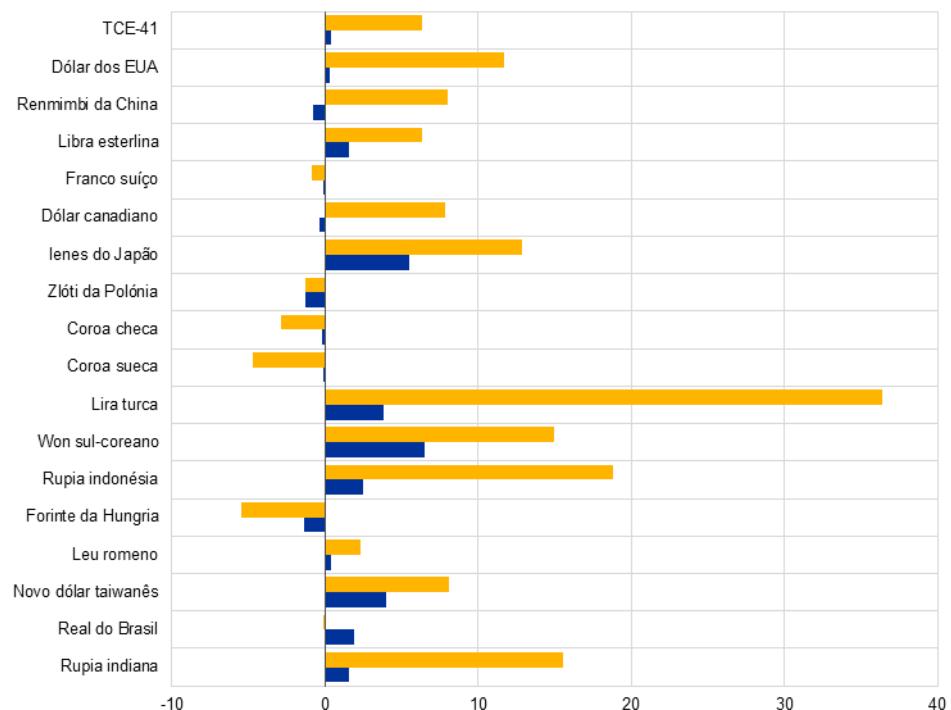
Nos mercados cambiais, o euro manteve-se estável face ao dólar dos Estados Unidos e em termos ponderados pelo comércio (gráfico 18). Durante o período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro – medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro – manteve-se estável (+0,4%). Esta estabilidade refletiu alterações compensatórias face a diferentes parceiros comerciais. Em particular, o euro apreciou-se face ao iene do Japão (+5,5%) e à libra esterlina (+1,6%), o que refletiu incertezas em torno das perspetivas para a política orçamental e monetária no Japão e no Reino Unido. A pressão em sentido ascendente sobre o euro foi compensada por uma depreciação face ao renminbi da China (-0,8%) e ao zlóti polaco (-1,3%). O euro manteve-se estável face ao dólar dos Estados Unidos (+0,3%) e oscilou próximo da sua média histórica de 1,18 durante o período em análise, à medida que o fortalecimento significativo observado no início de 2025 estabilizava. Esta estabilidade refletiu uma evolução macroeconómica melhor do que o previsto tanto na área do euro como nos Estados Unidos, em conjunto com expetativas de política monetária relativas praticamente inalteradas.

Gráfico 18

Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)

■ Desde 11 de setembro de 2025
■ Desde 17 de dezembro de 2024



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: A TCE-41 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevalecentes em 17 de dezembro de 2025.

5

Condições de financiamento e evolução do crédito

As taxas dos empréstimos bancários às empresas mantiveram-se globalmente estáveis desde o verão, após terem descido em resposta às anteriores reduções das taxas do BCE. Em outubro, as taxas de juro médias aplicadas no novo crédito às empresas e à habitação permaneceram em 3,5% e 3,3%. O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias continuou a aumentar, mas manteve-se globalmente moderado. No período em análise entre 11 de setembro e 17 de dezembro de 2025, o custo para as empresas da dívida baseada no mercado e do financiamento por ações aumentou, impulsionado por taxas isentas de risco mais elevadas. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) manteve-se inalterada em 2,8% em outubro.

Os custos de financiamento dos bancos apresentaram-se globalmente estáveis em outubro de 2025. O custo compósito do financiamento por dívida dos bancos da área do euro situou-se em 1,5% em outubro (gráfico 19, painel a). As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias permaneceram próximo de 3 %, como indicado pelos dados disponíveis em meados de dezembro (gráfico 19, painel b). As taxas de juro dos depósitos *overnight* e dos depósitos com pré-aviso, bem como das taxas interbancárias, registaram poucas alterações em outubro, enquanto as dos depósitos a prazo para as famílias aumentaram ligeiramente. O desvio entre as taxas de juro dos depósitos a prazo e dos depósitos *overnight*, tanto para as empresas como para as famílias, manteve-se praticamente inalterado em outubro. A taxa dos depósitos compósita manteve-se estável em 0,9% em outubro, cerca de 60 pontos base abaixo do seu pico de maio de 2024.

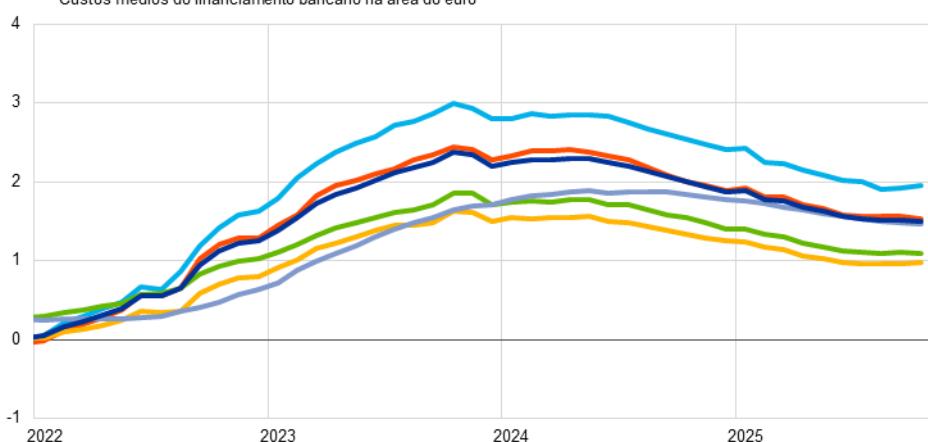
Gráfico 19

Custos compósitos do financiamento bancário em países da área do euro selecionados

a) Custo compósito do financiamento por dívida dos bancos

(percentagens homólogas)

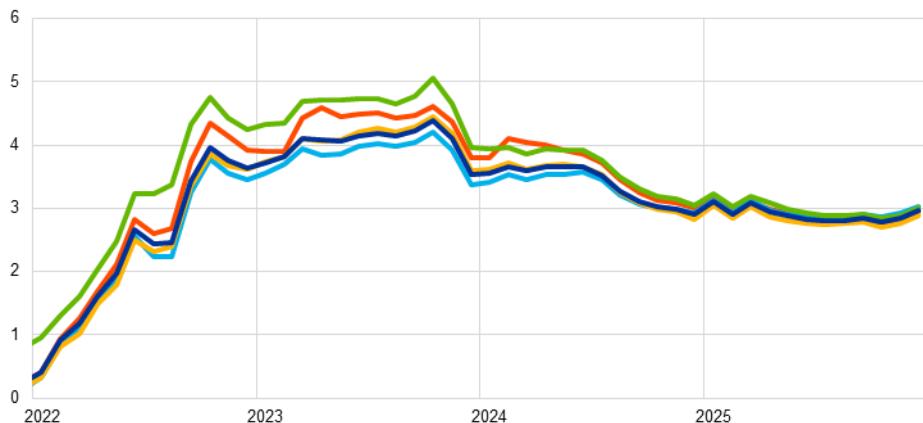
- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha
- Custos médios do financiamento bancário na área do euro



b) Taxas de rendibilidade das obrigações bancárias

(percentagens homólogas)

- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha
- Custos médios do financiamento bancário na área do euro



Fontes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/ou suas associadas e cálculos do BCE.

Notas: Os custos compósitos de financiamento bancário são uma média dos custos das novas operações para os depósitos *overnight*, depósitos reembolsáveis com pré-aviso, depósitos a prazo, obrigações e empréstimos interbancários, ponderados pelos respetivos saldos. Os custos médios do financiamento bancário utilizam as mesmas ponderações, mas baseiam-se nas taxas aplicáveis aos saldos dos depósitos e ao financiamento interbancário, bem como na taxa de rendibilidade até ao vencimento à data de emissão no caso das obrigações. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a outubro de 2025 para o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos (painel a) e a 17 de dezembro de 2025 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias (painel b).

As taxas dos empréstimos bancários às empresas e às famílias estabilizaram desde setembro, num contexto de taxas diretoras inalteradas e variações limitadas nas taxas de juro de mais longo prazo. O custo dos empréstimos bancários para as sociedades não financeiras (SNF) manteve-se inalterado em 3,5% em outubro de 2025, cerca de 1,8 pontos percentuais abaixo do seu pico de outubro de 2023, com pequenas variações entre os países de maior dimensão da área do euro (gráfico 20, painel a). O diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos de pequeno e grande montante às empresas manteve-se globalmente estável em outubro, com uma evolução desigual nas maiores economias da área do euro. O custo do crédito às famílias para aquisição de habitação manteve-se inalterado em 3,3% em outubro, cerca de 70 pontos base abaixo do pico registado em novembro de 2023, com alguma variação nos países da área do euro de maior dimensão (gráfico 20, painel b). O desvio entre as taxas dos empréstimos concedidos às famílias e às empresas, que tinha atingido um máximo de 140 pontos base em março de 2024, manteve-se estável em 20 pontos base. A dimensão desta disparidade reflete sobretudo o facto de os empréstimos às famílias terem tipicamente períodos de fixação de taxa mais longos em muitos países da área do euro, tornando-os menos sensíveis a flutuações das taxas de mercado de curto prazo.

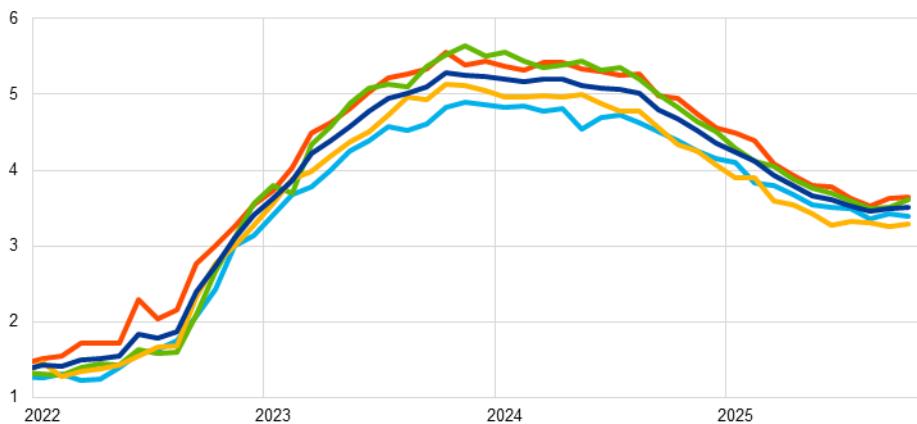
Gráfico 20

Taxas bancárias compósitas dos empréstimos às empresas e às famílias em países da área do euro selecionados

a) Taxas dos empréstimos às SNF

(percentagens homólogas)

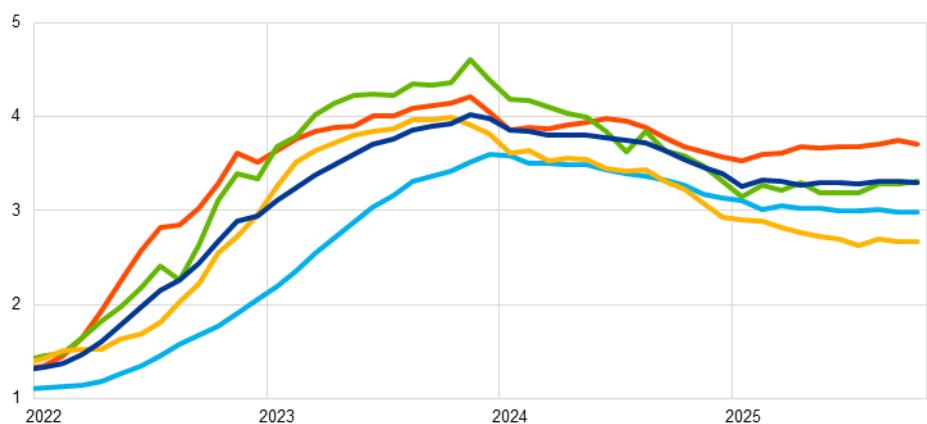
- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha



b) Taxas dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação

(percentagens homólogas)

- Área do euro
- Alemanha
- França
- Itália
- Espanha



Fontes: ECB e cálculos do BCE.

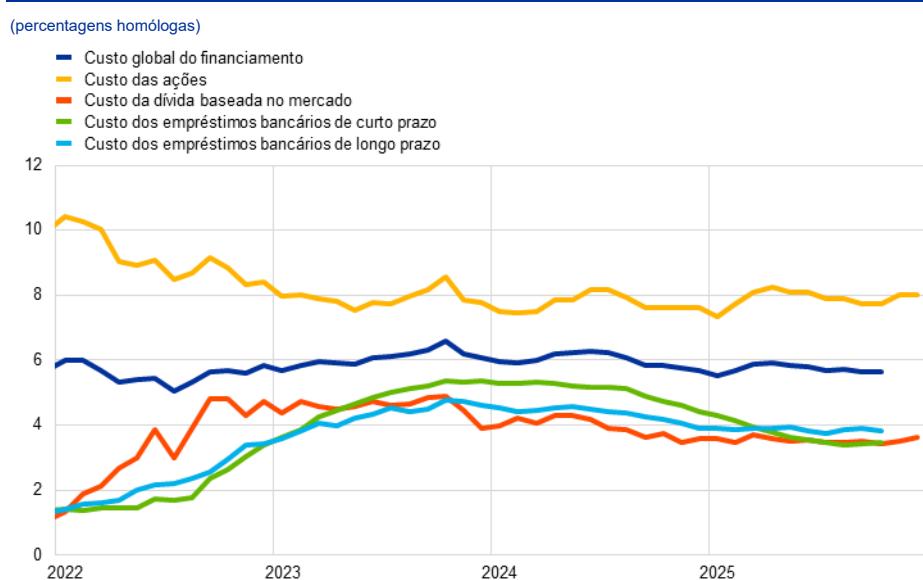
Notas: As taxas bancárias compósitas dos empréstimos são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes das novas operações. As últimas observações referem-se a outubro de 2025. No painel a), SNF significa sociedades não financeiras.

No período em análise entre 11 de setembro e 17 de dezembro de 2025, o custo da dívida baseada no mercado e do financiamento por ações aumentou significativamente. O custo global do financiamento das SNF – ou seja, o custo compósito dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – manteve-se estável em outubro, em 5,7%, ou seja, inalterado face ao mês anterior

(gráfico 21)⁸. Esta estabilidade refletiu um custo mais elevado do financiamento por ações, que foi globalmente compensado por uma descida do custo da dívida baseada no mercado observada em outubro face ao mês anterior. Entretanto, o custo dos empréstimos bancários manteve-se praticamente inalterado. Os dados diários para todo o período em análise de 11 de setembro a 17 de dezembro de 2025 mostram movimentos em sentido ascendente tanto no custo da dívida baseada no mercado como, em menor grau, no custo do financiamento por ações. O aumento do custo da dívida baseada no mercado foi impulsionado por uma deslocação em sentido ascendente das taxas isentas de risco, enquanto os diferenciais das obrigações de empresas diminuíram ligeiramente. De igual modo, o aumento da taxa isenta de risco, aproximado pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos, conduziu ao aumento do custo das ações, não obstante uma ligeira descida do prémio de risco das ações.

Gráfico 21

Custo nominal do financiamento externo às empresas da área do euro, desagregado por componente



Fontes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG e cálculos do BCE.

Notas: O custo global do financiamento para as SNF baseia-se em dados mensais e é calculado como uma média ponderada do custo do financiamento bancário de longo e de curto prazo (dados médios mensais), do financiamento por dívida baseada no mercado e do financiamento por ações (dados em fim de mês), com base nos respetivos saldos. As últimas observações referem-se a 17 de dezembro de 2025 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a outubro de 2025 para o custo global do financiamento e para o custo dos empréstimos bancários (dados mensais).

O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias manteve-se moderado e abaixo das médias históricas. A taxa de crescimento homólogo dos empréstimos bancários às empresas situou-se em 2,9% em outubro de 2025, mantendo-se inalterada face a setembro. Esta taxa vinha a aumentar gradualmente desde o início de 2025, mas situa-se ainda abaixo da sua média histórica de 4,3% (gráfico 22, painel a). O crescimento homólogo do financiamento por dívida das empresas aumentou ligeiramente para 3,2% em outubro, mas permanece bem abaixo da sua média histórica de 4,8%. O inquérito aos bancos sobre o mercado de

⁸ Devido a desfasamentos nos dados disponíveis sobre o custo dos empréstimos bancários, os dados do custo global do financiamento das SNF apenas estão disponíveis até outubro de 2025.

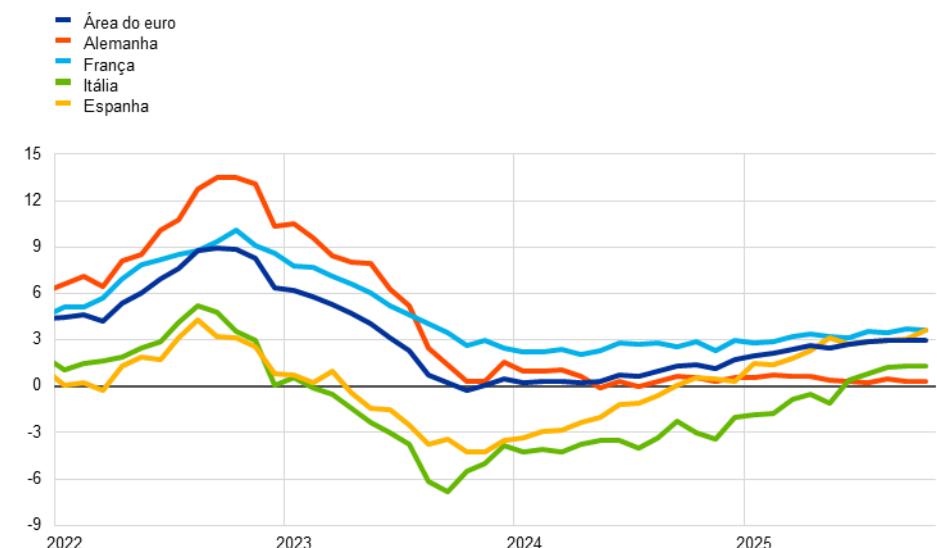
crédito da área do euro de outubro de 2025 realizado pelo BCE revelou um aumento da aversão ao risco entre os bancos e indicou um ligeiro e inesperado aumento líquido da restritividade dos critérios de concessão de crédito às empresas e um ligeiro aumento líquido da procura de novos empréstimos, que, no entanto, permaneceram globalmente fracos. Os empréstimos às famílias continuaram a recuperar gradualmente, tendo a taxa de crescimento homóloga subido para 2,8% em outubro face a 2,6% em setembro, ainda significativamente abaixo da média histórica de 4,1% (gráfico 22, painel b). Tanto os empréstimos às famílias para aquisição de habitação como o crescimento do crédito ao consumo apoiaram esta tendência no sentido ascendente. Os outros empréstimos às famílias, incluindo empréstimos a empresários em nome individual, permaneceram fracos. De acordo com o mais recente [inquérito do BCE sobre as expetativas dos consumidores](#), as famílias revelaram a percepção de que o acesso a crédito tinha sido ligeiramente mais difícil em outubro, embora esperassem que se mantivesse estável nos próximos 12 meses. O ritmo ainda relativamente lento do crescimento dos empréstimos reflete, em parte, níveis mais elevados de incerteza quanto às políticas económicas a nível mundial. Este fator prevaleceu particularmente no primeiro semestre de 2025, decorrente, entre outros fatores, da evolução da política comercial nos Estados Unidos⁹.

Gráfico 22

Empréstimos de IFM em países da área do euro selecionados

a) Empréstimos de IFM às SNF

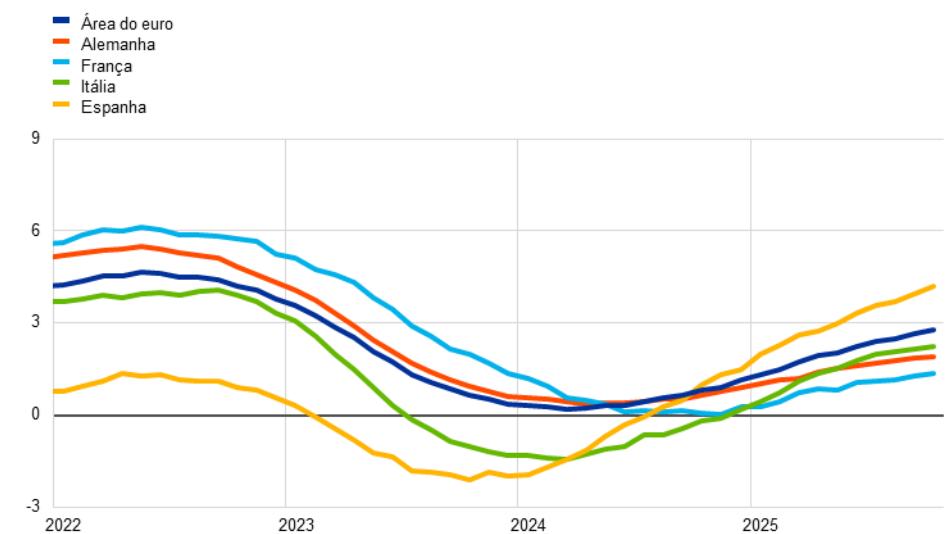
(taxas de variação homólogas (%))



⁹ Ver [More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#), Blogue do BCE, 2 de outubro 2025.

b) Empréstimos de IFM às famílias

(taxas de variação homólogas (%))



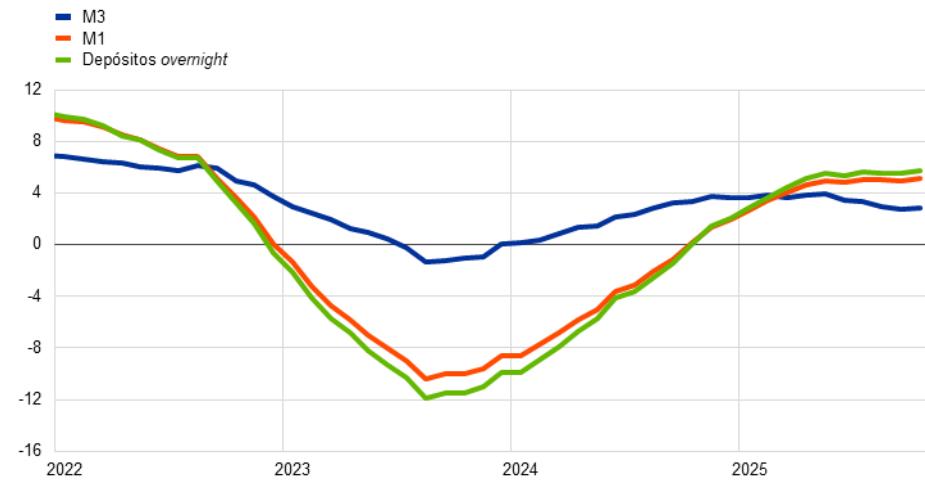
Fontes: ECB e cálculos do BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa nacionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a outubro de 2025.

O crescimento homólogo do agregado monetário largo (M3) estabilizou em outubro, apoiado por uma dinâmica estável dos empréstimos e depósitos das famílias e das empresas (gráfico 23). A descida progressiva da taxa de crescimento do M3 observada desde fevereiro de 2025 foi interrompida em outubro, uma vez que a taxa de crescimento homólogo do M3 se manteve inalterada em 2,8%. Este valor é bastante inferior à taxa de 4% alcançada na primeira parte de 2025 e à sua média de longo prazo de 6,1%. O crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1), que inclui as componentes mais líquidas do M3, aumentou a uma taxa relativamente estável, para 5,2% em outubro, face a 5,0% em setembro. O crescimento do M1 continuou a ser impulsionado pelos depósitos *overnight*, refletindo uma forte preferência por ativos líquidos por parte das empresas e das famílias. Numa perspetiva das contrapartidas, os empréstimos às famílias e às empresas continuaram a dar um contributo moderado para a criação de moeda. Os fluxos monetários externos líquidos parecem ter perdido força e tornaram-se mais voláteis em comparação com 2024. As aquisições de obrigações de dívida pública pelos bancos sustentaram o crescimento monetário num contexto de oferta robusta de obrigações, o que ocorreu no contexto da atual contração do balanço do Eurosistema, com uma redução passiva das carteiras do programa de compra de ativos e do programa de compras devido à emergência pandémica, que continuou a pesar sobre o crescimento do M3.

Gráfico 23
M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxas de variação homólogas (%), corrigidas de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a outubro de 2025.

6

Evolução orçamental

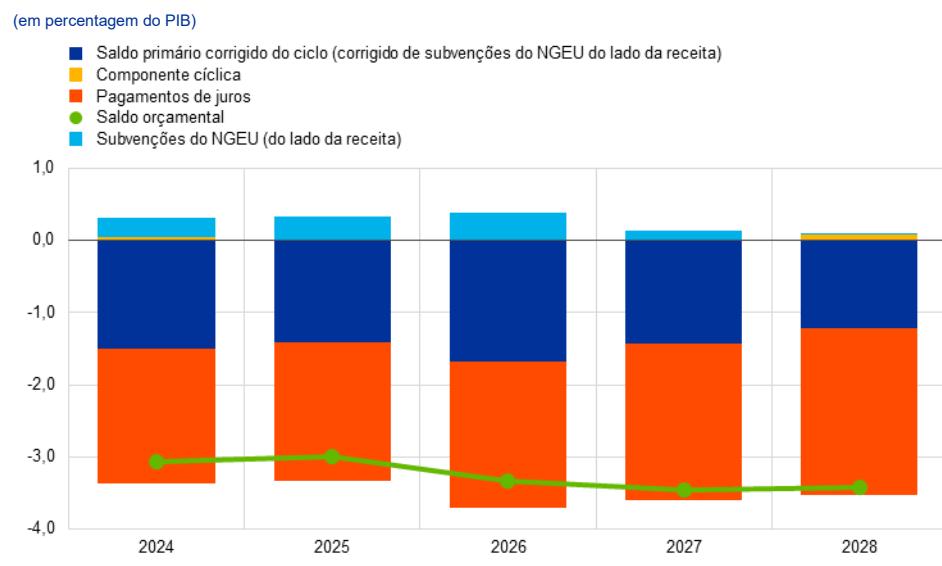
De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o défice orçamental das administrações públicas da área do euro deverá diminuir de 3,1% do PIB em 2024 para 3,0% do PIB em 2025, aumentando depois para 3,5% do PIB em 2027, antes de registar uma moderação para 3,4% do PIB em 2028. Refletindo, de um modo geral, esta trajetória, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro se torne ligeiramente mais restritiva em 2025, menos restritiva em 2026, tornando-se depois novamente mais restritiva em 2027 e 2028. Contudo, os pressupostos e as projeções no que respeita às políticas orçamentais continuam rodeados de elevada incerteza¹⁰. A Comissão Europeia adotou o “pacote de outono” de 2026 e espera que a maioria dos Estados-Membros cumpra os seus compromissos ou que apresente riscos limitados de incumprimento, tendo em conta a ativação da cláusula de derrogação nacional. Paralelamente, considera-se positivo que os investimentos financiados a nível nacional se estejam a expandir no conjunto da área do euro. Os governos devem dar prioridade à sustentabilidade das finanças públicas, ao investimento estratégico e a reformas estruturais favoráveis ao crescimento.

De acordo com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2025 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o saldo orçamental das administrações públicas da área do euro deverá melhorar gradualmente ao longo do horizonte de projeção (gráfico 24)¹¹. Após uma ligeira diminuição esperada em 2025, prevê-se que o défice orçamental da área do euro aumente de forma bastante substancial para 3,5% do PIB em 2027 e que registe apenas uma ligeira moderação para 3,4% do PIB em 2028. Este aumento reflete uma subida dos pagamentos de juros (de 1,9% do PIB em 2024 para 2,3% em 2028), que são apenas marginalmente compensados pelo impacto do ciclo económico. Por conseguinte, a componente cíclica permanece globalmente neutra ao longo do horizonte de projeção, tornando-se ligeiramente positiva em 2028, e o saldo primário corrigido do ciclo permanece globalmente inalterado (contabilizadas as subvenções do programa “NextGenerationEU” (NGEU)). Em comparação com as projeções de setembro de 2025 elaboradas por especialistas do BCE, a trajetória projetada para o saldo orçamental foi revista ligeiramente em baixa para o período de 2025-2027, devido sobretudo ao saldo primário corrigido do ciclo, que mais do que compensa a ligeira melhoria da componente cíclica.

¹⁰ Os planos orçamentais de alguns países de grande dimensão da área do euro ainda não foram finalizados ou estão já desatualizados, dada a situação política prevalecente.

¹¹ Para mais pormenores, ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema – dezembro de 2025](#).

Gráfico 24
Saldo orçamental e respetivas componentes



Fontes: Cálculos do BCE e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosystema – dezembro de 2025.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 21 países da área do euro.

Após um ligeiro aumento da restritividade em 2025, projeta-se que a orientação orçamental da área do euro seja menos restritiva em 2026 e se torne depois novamente mais restritiva em 2027 e 2028¹². A variação anual do saldo primário corrigido do ciclo, corrigido das subvenções concedidas a países ao abrigo do programa NGEU, aponta para um ligeiro aumento da restritividade nos próximos anos, à exceção de 2026. A maior restritividade em 2025 deve-se sobretudo a medidas discricionárias em matéria de receitas (nomeadamente, subidas das contribuições para a segurança social) e, em menor grau, a aumentos dos impostos diretos e indiretos. Estes aumentos foram, em parte, contrabalançados pela continuação do crescimento da despesa pública. No que se refere a 2026, projeta-se que a orientação orçamental se torne menos restritiva, devido principalmente a um maior investimento público. Em 2027, a consolidação em muitos países (após, entre outros fatores, a cessação do financiamento ao abrigo do NGEU) é compensada por estímulos, em particular na Alemanha. Além disso, as despesas financiadas pelo NGEU adiadas, principalmente em Espanha e Itália, atenuam o aumento da restritividade da orientação orçamental em 2027. Em 2028, a orientação orçamental da área do euro deverá continuar a tornar-se mais restritiva, embora a um ritmo um pouco mais lento do que em 2027. Porém, o modesto aumento da restritividade oculta heterogeneidade entre países, dado que um forte abrandamento da restritividade da orientação orçamental na Alemanha compensa o aumento significativo da restritividade em França, Espanha e Itália.

¹² A orientação orçamental reflete a direção e a magnitude do estímulo das políticas orçamentais à economia para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É mensurada aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Como as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções ao abrigo do NGEU provenientes da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é ajustado de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre o conceito de orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado *The euro area fiscal stance*, *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

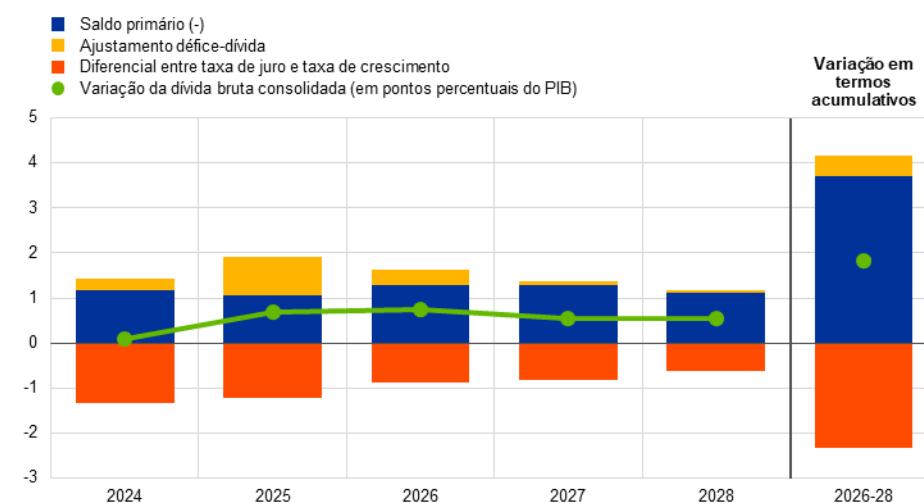
A maior restitividade em Espanha e Itália resulta, em grande medida, de um nível mais baixo da despesa, principalmente em transferências de capital e investimento anteriormente financiado ao abrigo do NGEU.

O rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro segue uma trajetória ascendente (gráfico 25). Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB da área do euro aumente de 86,6% em 2024 para 89,2% em 2028, visto que os défices primários e os ajustamentos défice-dívida positivos superam os efeitos favoráveis, embora decrescentes, dos diferenciais entre taxa de juro e taxa de crescimento. Em comparação com as projeções de setembro de 2025, a trajetória da dívida pública foi revista em baixa. Esta revisão reflete efeitos de base de revisões estatísticas em 2024 e diferenciais mais favoráveis entre taxa de juro e taxa de crescimento.

Gráfico 25

Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: Cálculos do BCE e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do Euroistema – dezembro de 2025.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 21 países da área do euro.

Em 25 de novembro, a Comissão Europeia adotou o “pacote de outono” de 2026, que estabelece as prioridades em matéria de política económica e de emprego. Este pacote contém a avaliação da Comissão sobre a conformidade dos Estados-Membros da UE com o quadro orçamental da UE e fornece orientações para as respetivas políticas orçamentais em 2026. Inclui igualmente a avaliação da Comissão sobre os projetos de planos orçamentais dos países da área do euro para 2026. Porém, nem todos os países da área do euro tinham apresentado os seus planos orçamentais à Comissão, devido sobretudo aos respetivos ciclos eleitorais¹³. É promissor que, com base na análise da Comissão, se espere que a maioria dos Estados-Membros cumpra os seus compromissos ou apresente riscos

¹³ A Bélgica e a Espanha ainda não apresentaram os respetivos projetos de planos orçamentais. Em maio, a Áustria apresentou um projeto de plano orçamental que abrange os anos de 2025 e 2026, tendo a Comissão considerado que estava em conformidade com o disposto no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

limitados de incumprimento, tendo em conta a ativação da cláusula de derrogação nacional. Também se considera positivo que os investimentos financiados a nível nacional se estejam a expandir no conjunto da área do euro. Os governos devem dar prioridade à sustentabilidade das finanças públicas, ao investimento estratégico e a reformas estruturais favoráveis ao crescimento.

© Banco Central Europeu, 2026

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha
Telefone +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu

Todos os direitos reservados. A reprodução para fins pedagógicos e não comerciais é permitida, desde que a fonte esteja identificada.

As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais. Esta edição em inglês e anteriores edições do *Boletim Económico* encontram-se disponíveis em [Economic bulletin](#).

Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

A data de fecho das estatísticas incluídas na presente edição foi 17 de setembro de 2025.

PDF ISSN 2363-3530, QB-01-25-081-PT-N
HTML ISSN 2363-3530, QB-01-25-081-PT-Q