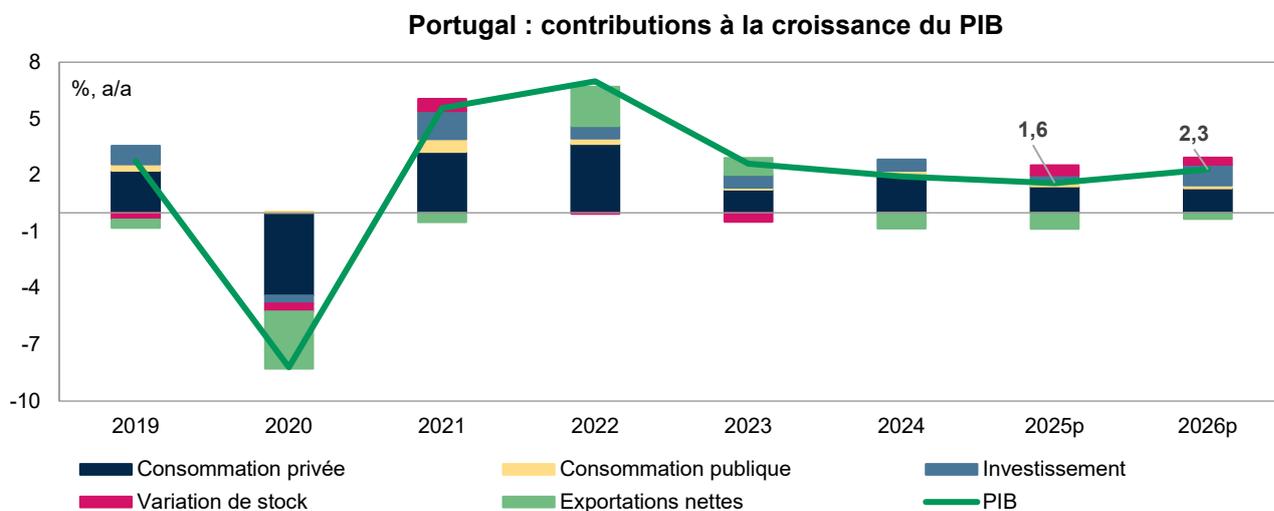


Perspectives

N°25/203 – 1^{er} juillet 2025

PORTUGAL – Correction au T1 2025, mais fondamentaux encore solides

- Le PIB portugais a diminué de 0,5% en glissement trimestriel. La prévision de croissance du PIB pour 2025 a été révisée à 1,6%, contre 2,4% précédemment.
- Malgré le ralentissement de l'activité économique, le marché du travail est resté résilient avec un nombre record de 5 181 400 personnes employées, soit une augmentation annuelle de 2,4%.
- L'inflation globale et sous-jacente a atteint 2,3% en mai 2025. La prévision d'inflation pour 2025 se maintient à 2%.
- Le secteur du tourisme a connu une expansion soutenue. Il devrait représenter 17,9% du PIB en 2025.
- Les élections législatives de mai 2025 ont conduit à une fragmentation politique, compliquant la prévisibilité des politiques économiques. Une nouvelle coalition de centre-droit a pris ses fonctions, mais reste fragile.
- Les comptes publics ont montré une amélioration avec un excédent net de 2,1 milliards d'euros au début de 2025. Cependant, des risques subsistent en raison de la fragmentation parlementaire et des tensions commerciales.



Un début d'année difficile, mais un scénario macro-économique soutenu par des facteurs structurels

Le PIB portugais s'est contracté de 0,5% en glissement trimestriel au premier trimestre 2025. La demande intérieure a progressé de 0,1% t/t (après -0,7% au T4 2024), reflétant de fortes divergences entre ses composantes. La consommation privée a chuté de 1,1% t/t (après +2,8% au T4 2024), après un rebond alimenté par la hausse du revenu disponible liée aux modifications de la politique fiscale. L'investissement a intensifié sa contraction (-2,5% après -0,9%), dans un contexte d'incertitude accrue tant sur le plan international (en anticipation de hausses tarifaires) que national (avec l'émergence de la crise politique ayant abouti aux élections de mai). La demande extérieure a enlevé 0,7 point de pourcentage au PIB, en raison d'une baisse des exportations (-0,4%) et d'une hausse des importations (+1,0%), reflet d'un effet d'anticipation des achats avant le changement attendu de politique commerciale des États-Unis. Les variations des stocks ont contribué positivement à la croissance à hauteur de 1,3 point.

Le marché du travail est resté résilient malgré le coup de frein à l'activité. Un nouveau record historique a été atteint au premier trimestre, avec 5 181 400 personnes occupées, soit une hausse annuelle de 2,4% (0,6% t/t), particulièrement marquante au regard de la série historique du premier trimestre.

Comment donc lire ce coup de frein de l'activité ? Il ne s'agit pas d'un effondrement brutal de l'activité, mais plutôt d'une correction technique après la forte expansion du trimestre précédent. En agrégeant les deux derniers trimestres pour lisser les effets ponctuels, le taux de croissance trimestriel moyen s'élève à 0,45%, en ralentissement par rapport à la croissance moyenne trimestrielle *post*-pandémique, mais témoignant encore d'un certain dynamisme. Toutefois, en raison de son ampleur et de son effet d'acquis, la chute du premier trimestre entraîne une réduction mécanique de la prévision de la croissance en moyenne annuelle pour 2025.

Néanmoins, certains facteurs soutiendraient la croissance au cours de l'année : baisse accrue des taux d'intérêt, recul des prix de l'énergie et accélération de la mise en œuvre des fonds du plan de relance européen NGEU. Ainsi, la prévision de croissance du PIB pour 2025 est révisée à 1,6% (contre 2,4%), et celle pour 2026 à 2,3% (contre 2,1% précédemment).

Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages reste élevé (12,2% en 2024), soutenu par une croissance du revenu disponible supérieure à celle de la consommation et par un contexte d'incertitude

politique et géopolitique. Cette prudence offre un coussin pour la consommation future, mais limite dans l'immédiat l'effet multiplicateur du revenu. Ainsi, la consommation privée progresserait modérément en 2025 (+2,2%), après un pic lié à la réforme fiscale de fin 2024.

Un processus désinflationniste favorable, mais lent

En mai, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ont toutes deux atteint 2,3% en glissement annuel, prolongeant un mouvement désinflationniste amorcé fin 2023, mais désormais plus graduel. Ce ralentissement s'explique par une rigidité persistante dans certains services réglementés (santé, éducation), et par un effet plus modeste de l'énergie, malgré un prix du Brent inférieur aux niveaux de fin 2024. La progression mensuelle des prix reste inférieure à la moyenne historique pré-Covid (0,35% en mai contre 0,5% par le passé). La prévision d'inflation pour 2025 se maintient donc à 2%, compatible avec les objectifs de stabilité des prix, bien que sujette à ajustement si la baisse du prix du pétrole se confirmait.

Le commerce extérieur sous tension, mais résilient

Le déficit inattendu du compte courant au premier trimestre 2025 (limité à 25 millions d'euros, soit 0% du PIB, contre +2,5% un an plus tôt) s'explique par la dégradation des soldes hors énergie et des revenus primaires. En particulier, la balance des biens non énergétiques s'est détériorée à -7% du PIB, en partie en raison de l'anticipation d'importations face aux menaces tarifaires américaines. Toutefois, la dynamique des exportations de biens reste globalement positive : +6,9% t/t au T1, soutenue par un bond spectaculaire des ventes pharmaceutiques vers l'Allemagne (+1 633% a/a). Le poids des quatre premiers partenaires commerciaux (Espagne, Allemagne, France, États-Unis) atteint 60% des exportations de biens, signalant une concentration accrue et potentiellement structurelle.

Dans ce contexte, le gouvernement portugais a lancé un plan d'urgence de 10 milliards d'euros (programme « *Reforçar* »), combinant crédits publics, garanties à l'exportation et subventions à l'investissement pour soutenir les entreprises exposées aux marchés américains. Ce programme inclut des partenariats européens (avec les banques nationales de promotion de l'investissement, ICO, KfW, Bpifrance) et vise à diversifier les débouchés des exportateurs portugais. Ces mesures permettraient de limiter l'impact conjoncturel des droits de douane sur la compétitivité nationale.

Les indicateurs confirment une expansion soutenue du tourisme : +4,4% de visiteurs sur janvier-avril, tirée par le tourisme domestique (+6,7%) et une hausse de 12,6% des revenus d'hébergement en avril. Le secteur devrait peser 17,9% du PIB en 2025, contre 16,5% en 2023, avec une contribution directe estimée à +0,7 point de croissance, selon les estimations de la Banque du Portugal. Bien que le rythme d'expansion ralentisse, le tourisme reste un pilier stabilisateur de l'économie portugaise, notamment dans un contexte de demande extérieure affaiblie.

Climat politique : recomposition et incertitude stratégique

Les élections législatives du 18 mai 2025 ont marqué un tournant historique : pour la première fois depuis 1974, les deux grands partis traditionnels (PS et PSD) ne dominent plus seuls le Parlement. La coalition de centre-droit AD, bien qu'en tête (91 sièges), n'atteint pas la majorité absolue (116 sièges) et dépend d'alliances variables, tandis que le parti *Chega* (droite populiste) devient la première force d'opposition. Ce paysage éclaté complique la prévisibilité des politiques économiques, notamment sur le plan fiscal et industriel, et ajoute une dimension d'instabilité à moyen terme.

Le 18 juin 2025, une nouvelle coalition de centre-droit sous l'égide de Luís Montenegro (Parti Social-Démocrate, PSD) a pris ses fonctions malgré l'absence de majorité parlementaire, peinant à rassembler les 116 sièges requis dans une Assemblée fragmentée. Le programme gouvernemental, validé grâce au soutien tactique des partis d'opposition (notamment le PS et *Chega*) se concentre sur des réformes fiscales destinées à soulager les classes moyennes et les entreprises, un meilleur contrôle migratoire et une réduction prononcée de la bureaucratie. Toutefois, l'impulsion conjoncturelle de ce nouvel exécutif reste fragile : dépendant de coalitions *ad-hoc*, il devra, dès maintenant, faire face au défi de l'adoption du

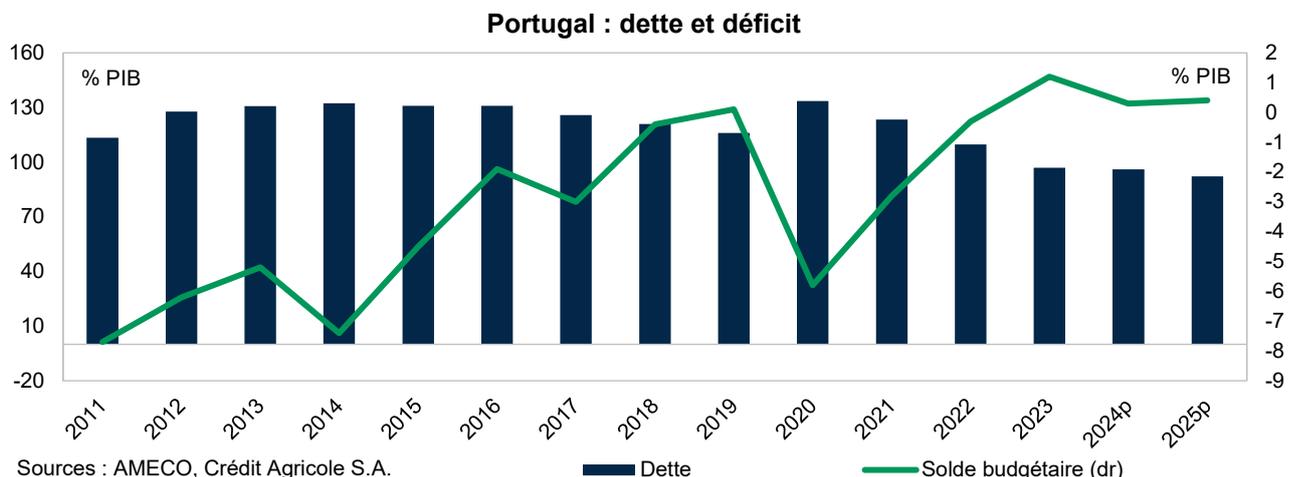
budget pour 2026, dans un contexte d'incertitudes étrangères (inflation, taux, géopolitique) où la tranquillisation des marchés paraît prioritaire.

Parallèlement, la situation sécuritaire a pris un tournant alarmant avec l'arrestation de six individus affiliés au groupuscule extrémiste *Movimento Armilar Lusitano*, soupçonné d'avoir accumulé explosifs, armes à feu (certains imprimés en 3D) et plans violents en vue d'une action potentielle « de grande envergure ». Cette montée de la radicalisation d'extrême-droite vient attiser la tension politique : le Parlement envisage de renforcer ses protocoles de sécurité, dont les accès et la protection des élus, réaction directe à des menaces identifiées durant l'instruction. Bien que la menace terroriste reste circonscrite dans un cadre d'actions préventives, elle illustre la polarisation croissante de l'échiquier politique portugais et nourrit une ambivalence palpable entre volonté d'ordre et crainte de déstabilisation.

Finances publiques : équilibre fragile, mais robuste à court terme

Les comptes publics affichent une solide amélioration début 2025 : les recettes augmentent de 3,3 milliards d'euros, contre 1,2 milliard pour les dépenses, permettant un excédent net de 2,1 milliards d'euros. Cette évolution est portée par une hausse des cotisations sociales (+1,0% du PIB) et une baisse de la charge d'intérêts (-0,4% du PIB). Le solde public atteindrait ainsi +0,4% du PIB en 2025, avec une dette ramenée à 92,1% du PIB, la plus faible depuis 2009.

Cependant, les risques restent présents : fragmentation parlementaire, tensions commerciales, alourdissement des dépenses de défense et incertitudes sur l'exécution des fonds européens. Si ces chocs venaient à se concrétiser, la dynamique budgétaire actuelle pourrait s'inverser, d'autant que la consolidation à moyen terme reste dépendante d'un consensus politique fragile.



Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
27/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/06/2025	<u>Europe – Scénario 2025-2026 : les économies européennes en phase d'attente et de transition</u>	Europe
25/06/2025	<u>Italie – Reprise des transactions immobilières au T1 2025</u>	Italie
24/06/2025	<u>France – L'Insee prévoit une croissance inférieure de moitié à celle de la zone euro cette année</u>	France
20/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/06/2025	<u>Monde – Scénario macro-économique 2025-2026 : un contexte anxiogène, quelques résistances inédites</u>	Monde, scénario
19/06/2025	<u>Corée du Sud : l'élection de Lee Jae-myung signe-t-elle la fin de la crise politique ?</u>	Asie
18/06/2025	<u>Royaume-Uni – Nette dégradation de la conjoncture en avril</u>	Royaume-Uni
17/06/2025	<u>À Money20/20, interopérabilité, IA agentique et stablecoins entrent en collision</u>	Banque, fintech
16/06/2025	<u>France – La Banque de France revoit en baisse sa prévision de croissance et d'inflation d'ici 2027</u>	France
16/06/2025	<u>Industrie – La robotique industrielle, un levier essentiel pour la réindustrialisation française</u>	Sectoriel, industrie
13/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
12/06/2025	<u>Les compléments alimentaires améliorent-ils vraiment la santé des Français ?</u>	Santé, France
10/06/2025	<u>BTP France – Situation et perspectives : ralentissement de la baisse d'activité en 2025</u>	BTP, France
06/06/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/06/2025	<u>Maroc : we can do it !</u>	Afrique, Moyen-Orient
02/06/2025	<u>Mexique – Où en sommes-nous ?</u>	Amérique latine

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.