

Nota Breve 23/10/2025

Mercados Financeiros · Inação do BCE: mente aberta face à incerteza**Reunião de 31 de outubro de 2025: o que esperamos**

- **Não prevemos alterações na política monetária do BCE.** A expectativa é que mantenha a taxa *depo* em 2,00% e continue sem dar pistas sobre a evolução futura das taxas de juro, ancorado numa estratégia de ir «reunião a reunião» e tomar decisões «de acordo com a evolução dos dados».
- **Os mercados incorporam uma probabilidade superior a 95% de que não haja alterações na reunião de outubro** e atribuem uma probabilidade de 85% de que a taxa *depo* se mantenha em 2,00% no final de 2025. Isso está em linha com as mensagens dos próprios membros do BCE, que coincidem em salientar que as taxas de juro estão em boa posição para gerir um ambiente incerto, em que a inflação atingiu a meta, mas continua sujeita a riscos significativos em alta e em baixa¹.
- **Não se deve confundir a recusa do BCE em falar de movimentos futuros com um caminho pré-determinado de taxas estáveis em 2,00%.** Diante de uma ampla gama de riscos e perspetivas económicas inerentemente instáveis, a nossa visão é que o BCE adotou uma estratégia de longo prazo, recusando-se a responder a flutuações de curto prazo e reservando margem de manobra para reagir a possíveis mudanças substanciais no cenário.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação flutua em torno do objetivo dos 2%:**
 - Após três meses consecutivos em exatamente 2,0%, a inflação global subiu para 2,2% em setembro, devido a uma menor queda nos preços da energia. A inflação subjacente subiu para 2,4% (2,35%) após quatro meses em 2,3% (mínimo de três anos e meio), devido à inércia nos preços dos serviços administrados e a uma certa recuperação nos serviços relacionados com férias e lazer. Por sua vez, os indicadores alternativos refletem pressões subjacentes muito próximas, embora ligeiramente acima, de 2% (PCCI 2,1%, *supercore* 2,5% e *trimmed mean* 15% de 2,3% em setembro).
 - Os dados sobre os salários esfriam: *tracker* da Indeed.com em 2,6% em agosto, salários negociados em 4,0% no 2T (impulsionados por efeitos de base relacionados com o pagamento de bónus na Alemanha; excluindo a Alemanha, situar-se-ia perto dos 3,0%), remuneração por empregado em 3,9% no 2T e *tracker* do BCE com uma desaceleração para 1,8% no 2T 2026 (2,4% se excluirmos pagamentos pontuais).
- **Uma atividade resiliente, mas modesta:**
 - Os últimos indicadores apontam para um ritmo de crescimento moderado, com um PMI composto de 51,2 pontos em setembro (serviços 51,3, manufaturas 49,8). Tanto as vendas a retalho como a produção industrial desaceleraram em agosto, para 1,0% e 1,1% em termos homólogos, respetivamente, enquanto, no setor externo, o excedente comercial (bens) extra-Zona Euro diminuiu 13% em termos homólogos no acumulado de janeiro a agosto (com um crescimento das importações [3,7%] superior ao das exportações [2,6%]).
 - O mercado de trabalho mantém-se resiliente, com uma taxa de desemprego de 6,3% em agosto. As famílias têm uma taxa de poupança elevada (15,4% no 2T 2025) que, de forma positiva, poderia estimular a procura se a redução da incerteza se traduzir numa melhoria da confiança.
 - Os indicadores continuam a refletir um padrão de crescimento heterogéneo, com um crescimento do PIB a ritmos sólidos em Espanha (o consenso da Bloomberg prevê +0,5% em cadeia no 3T), dificuldades persistentes na Alemanha (+0,1% após -0,3% no 2T) e debilidade em França e Itália (+0,1% previsto

¹ Há um certo consenso entre os analistas em que uma *depo* de 2,00% é uma taxa de juro neutral, que não estimula nem restringe a atividade.

pelo consenso da Bloomberg em ambos os casos). Para o conjunto da Zona Euro, o consenso da Bloomberg espera um crescimento do PIB de +0,1% em cadeia no 3T.

- **As condições financeiras suavizam, apesar das tensões no prémio de risco de França:**

- As taxas de juro dos empréstimos às empresas diminuíram (segundo dados do BCE, em agosto eram de 3,5%, cerca de 180 p.b. abaixo do pico de 2023), enquanto as das famílias se estabilizaram (3,3% em agosto, -70 p.b. em relação ao pico). A Euribor a 12 meses oscilou entre 2,15% e 2,20% no último mês (a média provisória de outubro é cerca de 50 p.b. inferior à de outubro de 2024) e os mercados estimam que se mantenha estável nos próximos trimestres.
- O crédito acelera e, de acordo com o BCE, os empréstimos a particulares e empresas cresceram 2,5% e 3,0% em termos homólogos em agosto (dados para o conjunto da Zona Euro).
- Os mercados financeiros têm apresentado um tom positivo em geral desde a última reunião do BCE (11 de setembro). As principais bolsas europeias acumularam ganhos, com cerca de +3% no Stoxx EUR 600, enquanto as taxas de juro soberanas diminuíram (taxa alemã a 10 anos perto de -10 p.b.) e os prémios de risco periféricos comprimiram, acompanhando as melhorias na notação de *rating* de Espanha, Portugal e Itália. Até mesmo o prémio francês registou uma ligeira descida no conjunto do período, apesar de se ter aproximado dos 90 p.b. (ultrapassando Itália) em alguns momentos, num contexto de incerteza política e descidas nas notações de *rating*. Por seu lado, o euro enfraqueceu ligeiramente, tanto face ao dólar (-1%) como face a um vasto cabaz de moedas (-0,4%).

Mensagens do BCE

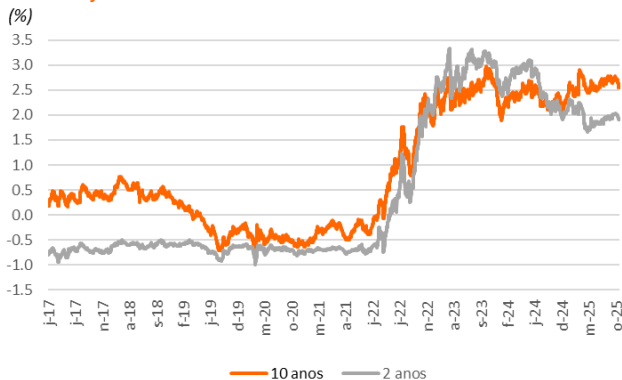
- As últimas mensagens do BCE têm transmitido um maior otimismo em relação às perspetivas económicas, reiterando que a sua política monetária está bem posicionada para gerir o cenário.
- Por exemplo, nas reuniões de outono do FMI em Washington, Christine Lagarde afirmou que a economia e a política monetária estão em «boa posição» e descreveu o equilíbrio de riscos em torno da inflação como «razoavelmente equilibrado». Ao mesmo tempo, Lagarde também rejeitou afirmar que a flexibilização monetária já terminou, argumentando que um banco central «nunca pode dizer isso» porque «o seu trabalho nunca termina».
- Neste sentido, Philip Lane destacou esta semana que o BCE deve manter uma tomada de decisões «reunião a reunião» e «de acordo com a evolução dos dados». Lane descreveu a discussão no seio do BCE como «um equilíbrio entre os incentivos para agir de forma mais contundente e os incentivos para esperar e ver se a incerteza se corrige por si mesma».
- Reunindo diferentes sensibilidades no seio do Conselho do BCE, Nagel (Bundesbank) defendeu que a inflação está a caminho do objetivo, mas que não se deve ser complacente, enquanto Villeroy de Galhau (Banque de France) mostrou-se mais preocupado com os riscos descendentes e indicou que, se houver um novo movimento nas taxas, ele considera que seria para baixo.

Perspetivas do BCE a médio prazo

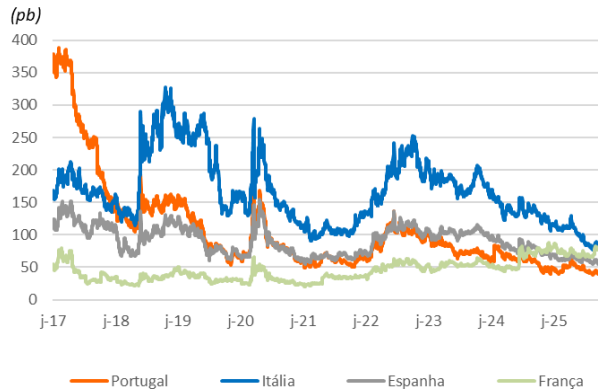
- Embora o leque de riscos seja amplo, a nossa previsão central é que o BCE mantenha a taxa *depo* inalterada em 2,00% (nível que consideramos neutral). A razão é que o BCE conta com a segurança de ter a inflação dentro da meta e as suas perspetivas estão rodeadas tanto de riscos descendentes (desaceleração da economia mundial, valorização da taxa de câmbio do euro, desinflação importada pelo redirecionamento das exportações da China) como de riscos ascendentes (perturbação das cadeias de abastecimento globais devido ao aumento das tarifas, reorientação da política fiscal, eventos meteorológicos extremos). Assim, pensamos que o BCE continuará a valorizar a opção de esperar e guardar a possibilidade de reajustar a sua política monetária apenas perante mudanças substanciais no cenário.
- Por outro lado, o BCE continuará a reduzir o seu balanço com a diminuição passiva das carteiras do APP e do PEPP (com reinvestimentos nulos), um processo gradual que não impedirá que a liquidez seja abundante nos próximos trimestres.

Indicadores de condições financeiras

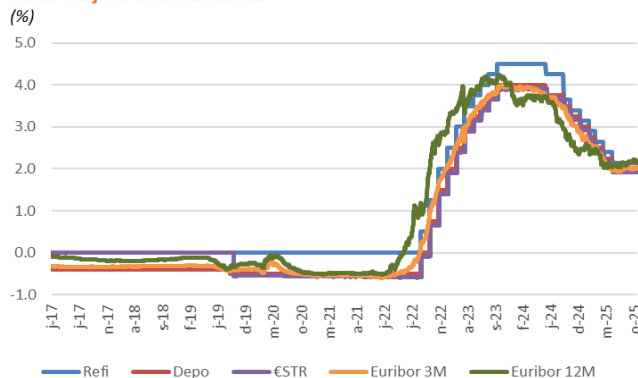
Taxas de juro da dívida soberana alemã



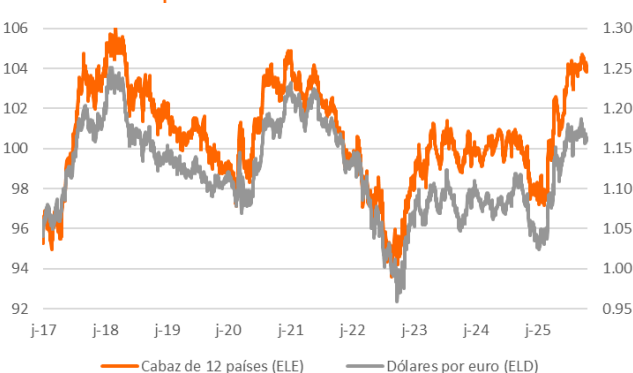
Prémios de risco soberano



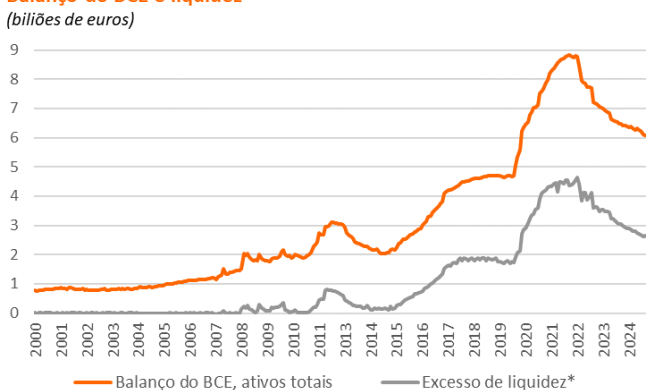
Taxas de juro interbancárias



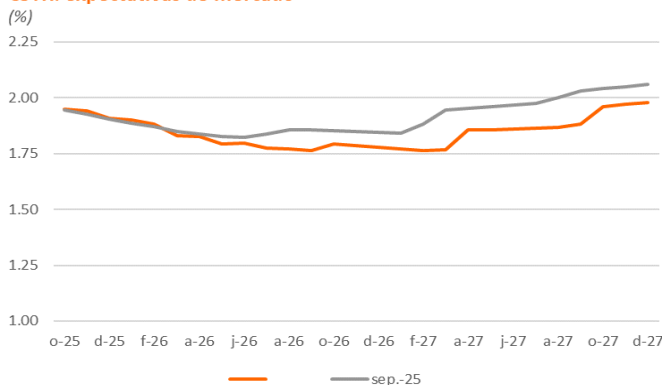
Taxas de câmbio para a Zona Euro



Balanço do BCE e liquidez

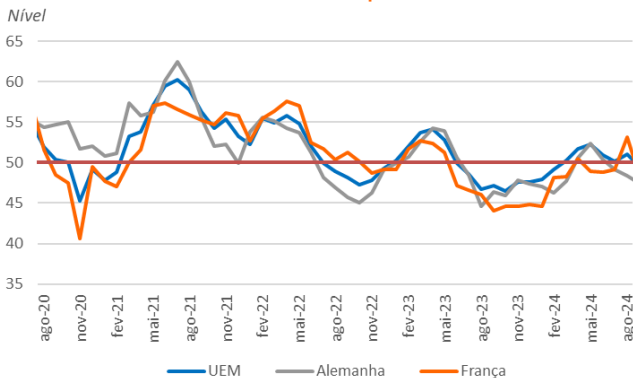


€STR: expectativas de mercado*



Indicadores de condições económicas

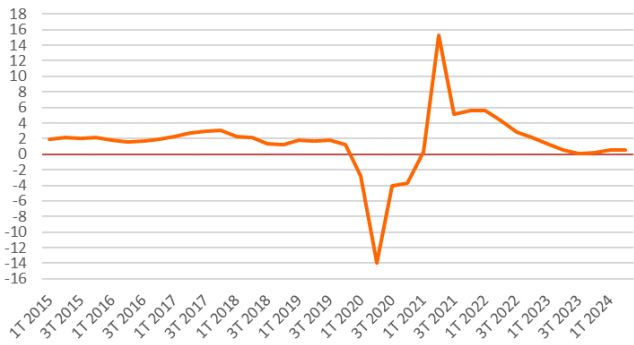
UEM: Indicador de actividade PMI composto



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

UEM: PIB

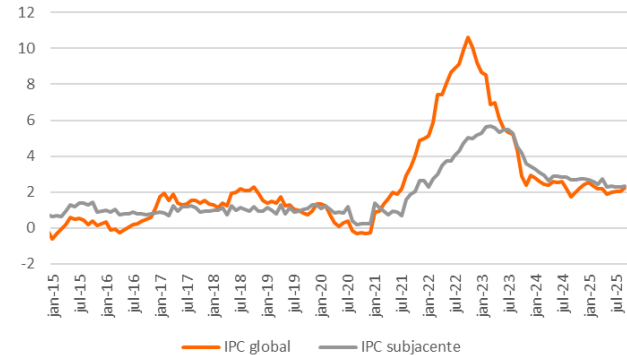
Varição Homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Eurostat.

UEM: IHPC

Varição Homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Eurostat.

Expectativas de inflação de mercado para a UEM

Forward da inflação a 5 anos dentro de 5 anos (%)



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

Previsões macroeconómicas em setembro de 2025

	2024	2025	2026	2027
Crescimento do PIB	0,8	1,2 (0,9)	1,0 (1,1)	1,3 (1,3)
Inflação global	2,4	2,1 (2,0)	1,7 (1,6)	1,9 (2,0)
Inflação subjacente	2,8	2,4 (2,4)	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)
Custos unitários do trabalho	4,7	2,8 (2,8)	2,2 (2,1)	1,9 (2,0)
Remuneração por trabalhador	4,5	3,4 (3,2)	2,7 (2,8)	2,7 (2,8)

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (junho de 2025).

BPI Research, 2025

e-mail: deef@bancobpi.pt

AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

A “Nota breve” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research, que contém informações e opiniões provenientes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento possui um propósito meramente informativo, pelo qual o BPI e o CaixaBank não se responsabilizam em caso algum pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são próprias do BPI e do CaixaBank e podem estar sujeitas a alterações sem prévio aviso.