

Nota Breve 10/04/2025

Mercados Financeiros · BCE aponta para mais um corte nas taxas de juro em clima de incerteza**Reunião de 17 de abril de 2025: o que esperar**

- Esperamos que o BCE baixe as taxas de juro em 25 p.b. (passando o *depo* para 2,25%) na sua reunião de abril, prosseguindo a flexibilização monetária iniciada em 2024, tanto porque a inflação parece ter acelerado o seu regresso aos 2% como porque a atividade continua a dar sinais de fraqueza num ambiente de incerteza muito elevada e de numerosos riscos.
- Os mercados financeiros atribuem uma probabilidade de mais de 90% a esta redução, embora estas expectativas tenham flutuado acentuadamente com os numerosos acontecimentos ocorridos desde a última reunião, em 6 de março. Após o anúncio de tarifas por Trump de dia 2, que constituiu um cenário adverso para o crescimento económico na área do euro, vários membros do Conselho do BCE inclinaram-se para um novo corte. O austríaco Holzmann (que já tinha votado a favor de uma pausa em março) tem sido o que mais tem defendido, mesmo antes de Trump anunciar a pausa nas novas tarifas para a UE, a manutenção das taxas no seu nível atual.
- Neste contexto, a reunião e a subsequente conferência de imprensa centrar-se-ão na obtenção de alguma clareza sobre os próximos passos, embora, no contexto atual, seja lógico que o BCE não dê quaisquer indicações prospetivas e se limite a afirmar a sua dependência dos dados económicos à medida que estes forem sendo disponibilizados.

Condições económicas e financeiras recentes

- A desinflação parece ter acelerado nas últimas semanas e a inflação caiu em março para 2,2% em termos homólogos para a inflação global (2,3% em fevereiro) e para 2,4% em termos homólogos para a inflação subjacente, contra 2,6% em fevereiro (neste último caso, uma ligeira surpresa em baixa em relação às expectativas dos analistas). Uma parte significativa desta descida foi explicada pelo abrandamento do ritmo de crescimento dos preços dos serviços, uma rubrica inercial que aponta para uma moderação da dinâmica dos preços, em conformidade com as expectativas do BCE.
- A atividade económica na zona euro continua fraca. Os PMI de março revelaram uma ligeira melhoria para a zona euro no seu conjunto, explicada pelo sector dos serviços em França e na Alemanha. No entanto, a fraqueza do sector da indústria transformadora manteve-se a níveis semelhantes, mesmo apesar do anúncio de um aumento das despesas públicas com a defesa pelo próximo governo alemão. De qualquer modo, o choque de incerteza da política comercial dos EUA não está a ajudar à recuperação destes inquéritos sobre o sentimento.
- Desde a última reunião do BCE, os mercados financeiros da zona euro têm estado muito voláteis, com perdas acentuadas nas ações (cerca de -15% para os principais índices entre 6 de março e 9 de abril), uma apreciação do euro (1,5% face ao USD), uma queda dos preços da energia (-5% para o petróleo Brent e -12% para o gás natural TTF) e uma queda generalizada das *yields* da dívida soberana, na sequência das subidas provocadas pelo anúncio alemão de aumento da despesa pública, com um aperto das inclinações. Por último, as expectativas de inflação também registaram uma queda notável.
- Os *swaps* de inflação caíram acentuadamente desde a divulgação do valor da inflação de março e após o anúncio das tarifas por Trump. Os *swaps* passaram a cotar a inflação em cerca de 1,3% em termos anuais no próximo ano e 1,5% em dois anos em 9 de abril. Estes níveis estariam a refletir uma narrativa em que os investidores estão a descontar quer um abrandamento material da atividade face ao choque tarifário quer, provavelmente, que parte do excedente de bens asiáticos que perderia o mercado dos EUA seria redirecionado para a zona euro, com forte impacto deflacionário. Estes dados também explicam o ajustamento em baixa das expectativas das taxas de juro do BCE, tal como indicado pelas implícitas no mercado monetário.

Mensagens do BCE

- É provável que a declaração do BCE continue a assinalar que a orientação da sua política monetária continua a mover-se entre duas águas, com uma formulação como a utilizada na declaração de março (“a política

monetária está a evoluir para uma orientação consideravelmente menos restritiva”). Desta forma, o BCE reconheceria o efeito benéfico que o corte acumulado de 150 p.b. nas taxas entre o pico de 4% e a reunião de março deveria ter sobre a atividade, embora sem negar que a fraqueza económica (atual e esperada) pode ainda exigir cortes adicionais nas taxas.

- O debate agitado sobre a taxa de juro natural realizado por vários membros do Conselho do BCE nos últimos meses parece ter sido ligeiramente suspenso face ao cenário adverso e em mudança em que as tarifas de Trump colocaram a economia da área do euro. Neste contexto, mesmo que o nível da taxa neutra continue muito presente nas avaliações dos membros do Conselho do BCE, as mensagens do BCE centrar-se-ão muito provavelmente na sua confiança nos dados e na sua avaliação do equilíbrio dos riscos. Com base nestes elementos, o BCE terá de decidir qual a política monetária mais adequada para fazer com que a inflação esteja em linha com o seu objetivo e manter a estabilidade económica na área do euro.

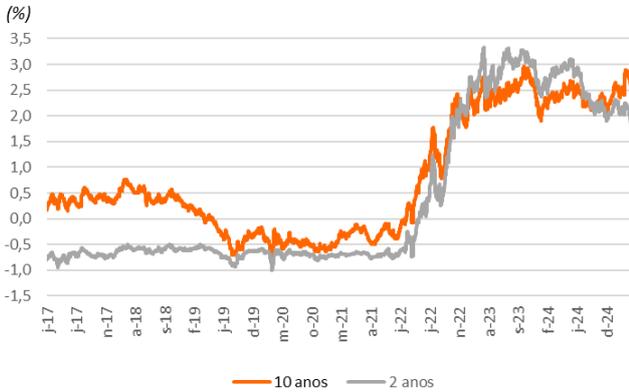
Perspetivas do BCE a médio prazo

- Esperamos que o BCE corte as taxas em 25 p.b. em abril. Embora não seja provavelmente o último corte neste ciclo, no atual contexto de elevada incerteza do BCE, é improvável que este se comprometa com qualquer decisão futura, o que torna difícil prever a velocidade ou a frequência dos cortes. No entanto, esperamos que se aproximem do limite inferior do intervalo de estimativas da taxa neutra, que o próprio BCE coloca em cerca de 1,75%, antes do final do ano¹.
- As implícitas no mercado monetário têm atualmente uma visão semelhante e atribuem uma probabilidade próxima de 100% de o BCE voltar a reduzir as taxas em abril e de as taxas se situarem em 1,75% até ao final do ano.
- Os riscos para a nossa previsão estão ligeiramente inclinados em baixa (ou seja, o maior risco é que as taxas possam vir a ser ligeiramente inferiores às nossas estimativas). Embora o eventual choque tarifário na UE permaneça incerto, dado o constante vaivém da administração Trump, é provável que a confiança mais fraca das empresas e dos consumidores subtraia um pouco ao crescimento da economia da área do euro.
- Tal implica que os riscos para a inflação, que o BCE tinha considerado equilibrados nos últimos meses, aumentaram ligeiramente em baixa. Por um lado, o abrandamento económico, bem como a queda dos preços da energia, deverão moderar ainda mais os aumentos de preços. Por outro lado, a escalada da guerra comercial entre a China e os EUA poderá levar a um aumento acentuado das exportações asiáticas para a UE e, com isso, ao risco de importar deflação, como já foi referido. Este risco, no entanto, é ainda incerto, na medida em que a sua materialização depende, em grande medida, do tratamento dado pela UE a estas importações nos próximos meses.

¹ Ver: Brand, C., Lisack, N., & Mazelis, F. (2025, February 7). [Natural rate estimates for the euro area: Insights, uncertainties and shortcomings](#). European Central Bank Economic Bulletin, 1/2025.

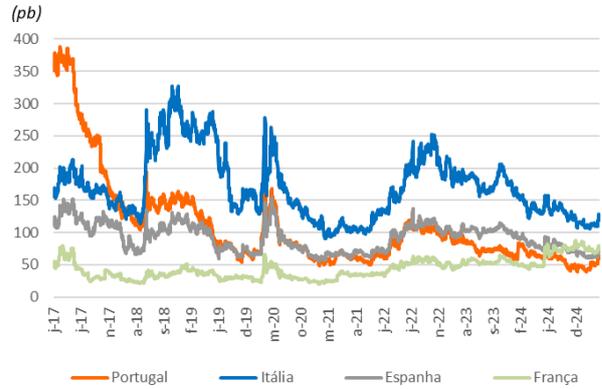
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



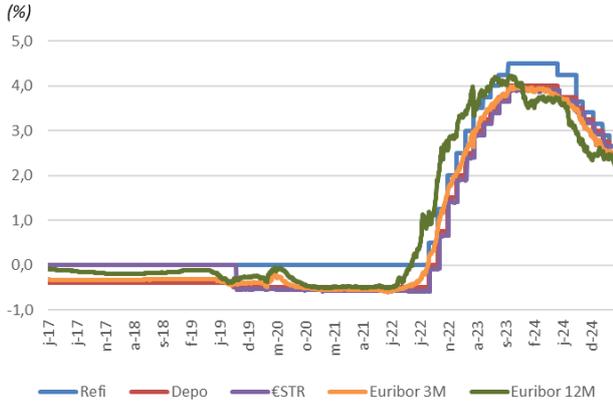
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



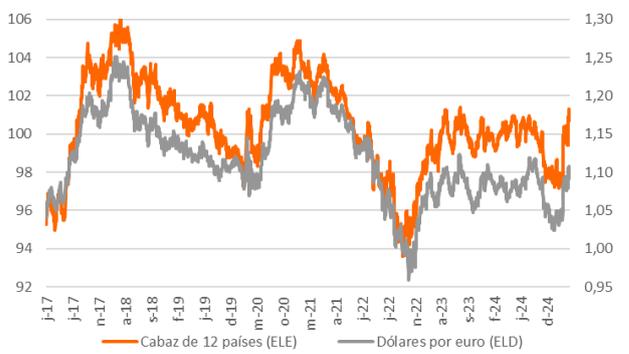
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



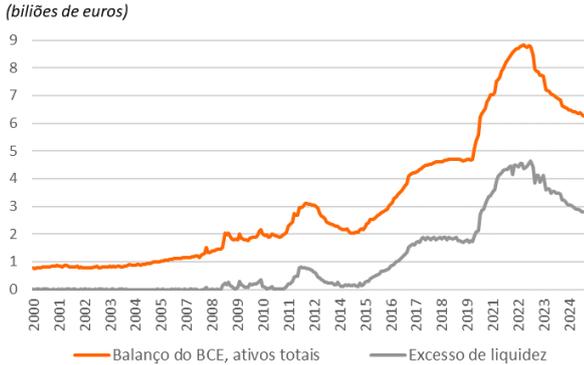
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a zona euro



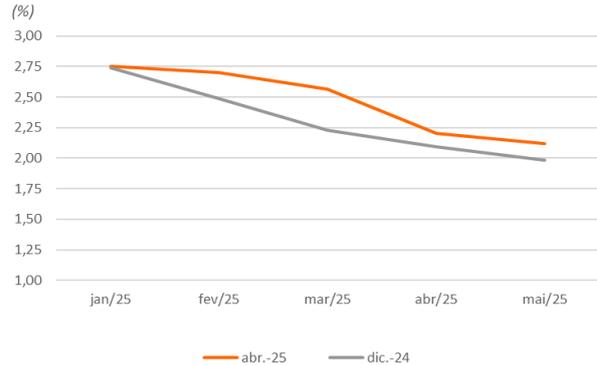
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

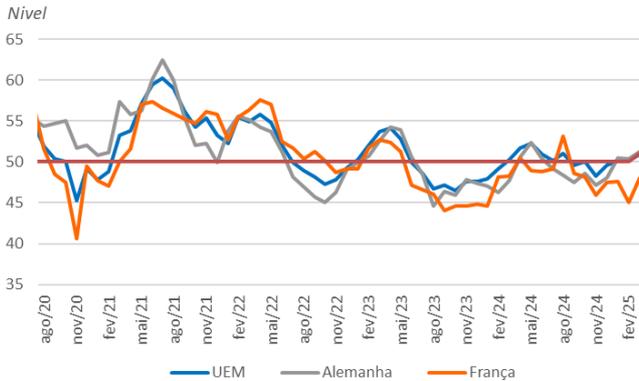
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



Nota: *Futuros da euribor a 3 meses.
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

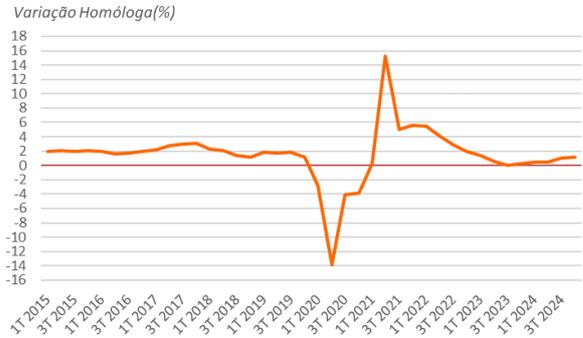
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto



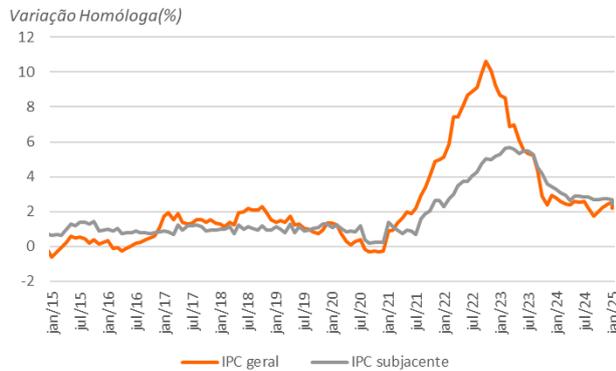
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

UEM: PIB



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

UEM: IPCH



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 março de 2025

	2023	2024	2025	2026	2027
Crescimento do PIB	0,5	0,7	0,9 (1,1)	1,2 (1,4)	1,3 (1,3)
Inflação global	5,4	2,4	2,3 (2,1)	1,9 (1,9)	2,0 (2,1)
Inflação subjacente	4,9	2,8	2,2 (2,3)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)
Custos unitários do trabalho	6,4	4,7	3,0 (2,6)	2,0 (2,0)	1,7 (2,0)
Remuneração por trabalhador	5,4	4,6	3,4 (3,3)	2,8 (2,9)	2,6 (2,8)

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, as projeções anteriores (dezembro de 2024).

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.