

Nota Breve 17/07/2025

Mercados Financeiros · Pausa expectável no BCE**Reunião de 24 de julho de 2025: o que esperar**

- É praticamente certo que o BCE irá manter as taxas de juro inalteradas, o que tornará a reunião de julho a primeira do ano em que não são anunciados cortes de juros. Os mercados têm a expectativa de que a *depo* se irá manter nos 2%, com uma probabilidade próxima de 100%.
- Esta pausa nos cortes de taxas de juro está alinhada com a nova estratégia de política monetária apresentada pelo BCE há duas semanas, dado que na revisão da sua estratégia o BCE reconhece a existência de um ambiente estruturalmente mais incerto e volátil, defendendo a necessidade de ter uma capacidade de atuação flexível¹.
- De forma mais específica, a pausa planeada para julho reflete a margem de manobra proporcionada pela inflação, que já atingiu a meta, e pela política monetária em território neutro (estimamos que a *depo* no nível dos 2% não estimula nem restringe a economia), além da necessidade de medir a temperatura de uma economia que, sem alcançar aceleração, resiste a um cenário de risco exigente com efeito ambíguo sobre a inflação.
- A chave, portanto, serão as indicações dadas sobre possíveis cortes de juros após o verão. Tanto o BPI Research como os mercados financeiros preveem um corte final de 25 p.b., deixando a *depo* nos 1,75% antes do final do ano, uma redução que seria preventiva e em resposta à alta incerteza geopolítica e aos riscos de queda sobre a atividade económica. À medida que a perspetiva económica se estabilizar, prevemos um retorno da *depo* a 2,00% em 2026.

Condições económicas e financeiras recentes

- **Inflação chega ao objetivo dos 2%:**
 - A inflação global foi de exatamente 2,0% em junho, enquanto a inflação subjacente, de 2,3%, atingiu o valor mais baixo dos últimos três anos e meio. Além disso, diversos indicadores alternativos apontam para pressões inflacionistas subjacentes muito próximas, mas ligeiramente acima, de 2% (PCCI² nos 2,3% e *supercore* nos 2,4% em maio, e *trimmed mean 15%* nos 2,2% em junho).
 - Os diversos dados sobre salários refletem um crescimento em torno de 3%, um valor estimado como compatível com uma inflação de 2%: o indicador do *Indeed.com* foi de 3,0% em maio, os salários negociados aumentaram 2,5% e a remuneração por empregado aumentou 3,8% no 1T, e o *tracker* do BCE aponta para um crescimento de 3,0% em dezembro de 2025. Os dados das contas nacionais também mostram que a desinflação é sustentada por margens comerciais comprimidas e uma ligeira melhoria cíclica na produtividade do trabalho.
- **A atividade tropeça devido às tarifas:**
 - As ameaças tarifárias dos EUA causaram efeitos antecipatórios que distorcem os dados, com um *boom* anormalmente forte nas exportações no 1T 2025 (1,9% q/q), mas que, uma vez dissipado, contaminará os novos números do PIB. De facto, em resultado desta correção, o consenso da Bloomberg prevê uma queda trimestral de 0,1% do PIB da Zona Euro no 2T (os dados serão divulgados no dia 30 de julho).

¹ A revisão estratégica de 2025 reforça a maioria das mudanças introduzidas, de forma mais substancial, em 2021, embora com algumas nuances. Mantém-se uma meta de inflação simétrica de 2% e reitera-se que medidas não convencionais (taxas de juro negativas, compras de ativos, *forward guidance*, etc.) fazem parte do conjunto de ferramentas oficiais. No entanto, embora em 2021 o BCE tenha sido fortemente limitado por uma década de baixa inflação e fraca procura, a recente crise inflacionista levou-o a enfatizar, mais uma vez, tanto os riscos inflacionistas como os efeitos colaterais da ancoragem de uma política acomodatória em instrumentos não convencionais.

² *Persistent and Common Component of Inflation*

- Os indicadores PMI apontam para um crescimento modesto da atividade económica (o índice composto atingiu os 50,6 pontos em junho, com a indústria em zona de contração [49,5] e os serviços a expandir ligeiramente [50,5]). Enquanto isso, em maio, as vendas a retalho abrandaram para o valor mais baixo dos últimos 10 meses (1,8% homólogo), enquanto a produção industrial acelerou para 3,7%.
- Olhando para os próximos trimestres, as últimas notícias sobre tarifas apontam para a existência de mais riscos, com os EUA a ameaçar com a imposição de tarifas de 30% sobre as exportações da UE (em 2024, a Zona Euro exportou para os EUA bens equivalentes a 3% do seu PIB).
- O mercado de trabalho continua robusto, com a taxa de desemprego nos 6,3% em maio, embora alguns indicadores mostrem uma desaceleração nas intenções de contratação. Por outro lado, as famílias têm uma elevada taxa de poupança (15,4% no 1T 2025), o que, positivamente, pode estimular a procura caso a incerteza diminua e a confiança melhore.
- **Dinâmicas mistas entre condições financeiras:**
 - As taxas de juro dos empréstimos a empresas continuam a cair (segundo dados do BCE, fixaram-se em 3,7% no mês de maio, cerca de 160 p.b. abaixo do pico de 2023), enquanto as taxas de juro para famílias se estabilizaram nos últimos meses (3,3% em maio, refletindo uma queda de 70 p.b. em relação ao pico). A Euribor a 12 meses está em torno dos 2,1% desde abril (140 p.b. abaixo do mês homólogo), e os mercados monetários antecipam que estabilize no resto do ano.
 - O crédito está a acelerar e, de acordo com o BCE, os empréstimos a famílias e empresas cresceram 2,0% e 2,5% em maio face ao período homólogo (dados para o conjunto da Zona Euro).
 - Os mercados financeiros permaneceram em tom misto desde a reunião de junho do BCE. A força do euro é notável, com uma valorização de mais de 5% desde o início do ano em relação a um cabaz de 41 moedas (+12% em relação ao dólar). Os mercados acionistas europeus, por outro lado, apresentaram um tom mais errático: o Stoxx EUR 600 está praticamente nos níveis do início de junho, pressionado pela guerra entre Israel e o Irão e por uma nova onda de ameaças tarifárias dos EUA. Por fim, as *yields* soberanas subiram de forma constante (os prémios periféricos permaneceram estáveis), devido aos anúncios de aumento dos gastos com defesa e infraestruturas.
- **O cenário económico está cercado por uma significativa incerteza geopolítica.** As tarifas e a incerteza comercial são as principais preocupações, enquanto os planos para o aumento dos gastos com defesa e infraestruturas podem estimular o crescimento (especialmente na Alemanha). No entanto, o efeito líquido dessas forças ainda é uma incógnita, devido aos muitos mecanismos em ação (quem absorve a tarifa: exportadores, importadores, consumidores, a taxa de câmbio? Os fluxos comerciais globais procurarão na Europa um substituto dos EUA? Que multiplicador geram os planos de gastos públicos?), e até mesmo o próprio BCE tem dúvidas se tudo isso irá gerar menos ou mais inflação.

Mensagens do BCE

- Nas últimas semanas, os membros do BCE têm enviado mensagens de cautela, apoiando a ideia de não alterar as taxas de juro em julho, mas, ao mesmo tempo, abrindo o debate para o resto do ano.
- Por um lado, uma parte do Conselho do BCE é a favor de não flexibilizar ainda mais a política monetária. Essa posição é bem ilustrada por Isabel Schnabel, que afirmou explicitamente que "a barreira para um novo corte de juros é muito alta", apoiada pela visão de que a economia é resiliente no curto prazo e que as tarifas teriam um efeito inflacionista líquido no médio prazo.
- Em contrapartida, outros membros expressam maior preocupação com os riscos descendentes e, portanto, são a favor de novos cortes de juros. Por exemplo, em declarações anteriores ao anúncio de Trump de tarifas de 30% sobre a UE, o governador do Banco de Itália, Fabio Panetta, afirmou que o BCE deveria continuar a flexibilizar a política monetária caso os riscos negativos se intensificassem.

Perspetivas do BCE a médio prazo

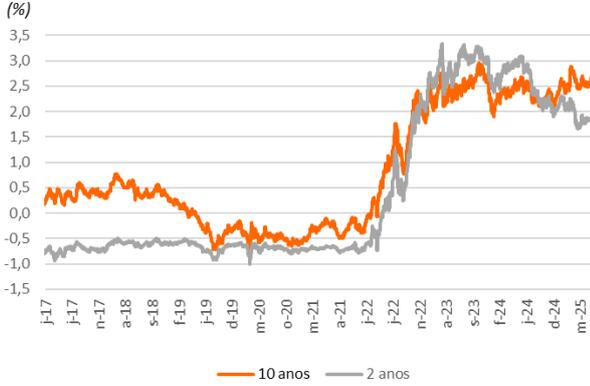
- Prevemos um último corte da taxa *depo* em 2025, o que a colocaria em 1,75% na reta final do ano (*refi* em 1,90% e MLF em 2,15%). Com a dissipação da incerteza em 2026, acreditamos que a *depo* se estabilizará nos 2,00% (um nível que estimamos ser neutro). Por outro lado, o BCE continuará a reduzir o seu balanço

com a redução passiva das carteiras do APP e do PEPP (sem reinvestimentos), um processo gradual que não impedirá a liquidez abundante nos próximos trimestres.

- Os mercados financeiros estão a antecipar um cenário muito semelhante, atribuindo uma probabilidade de mais de 95% de que a taxa *depo* caia para 1,75% no final de 2025. No médio prazo, as cotizações também colocam esta taxa nos 2,00% (início de 2027).

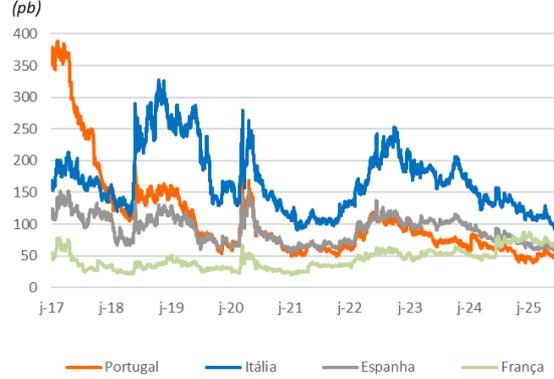
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



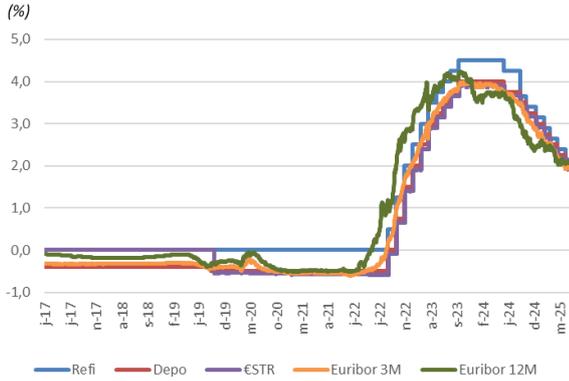
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



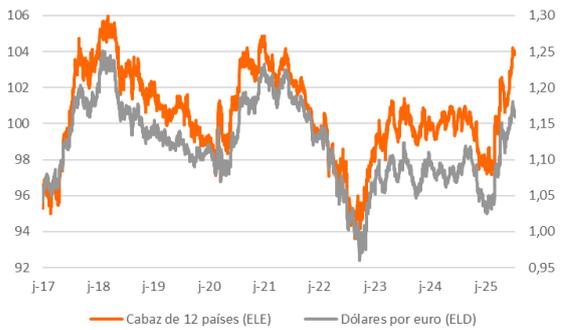
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



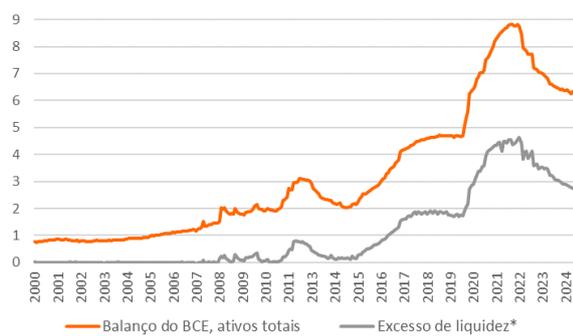
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a Zona Euro



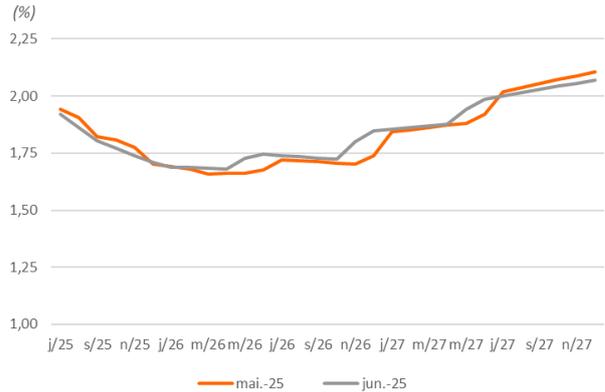
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetivo em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

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.

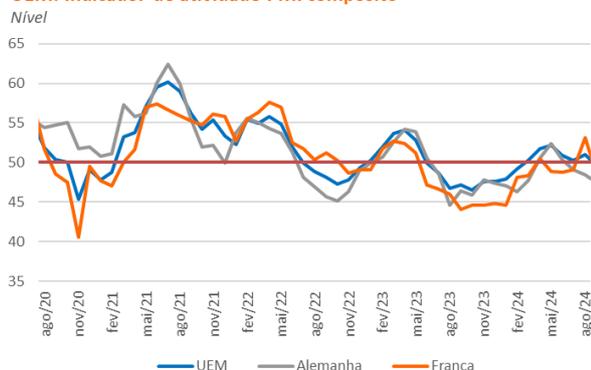
€STR: expectativas de mercado*



Nota: *Forwards para taxa de juro overnight da Zona Euro.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

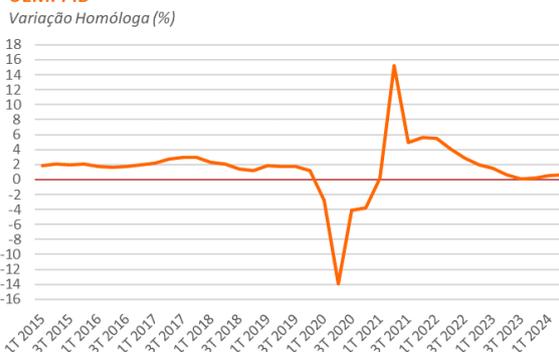
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de atividade PMI composto



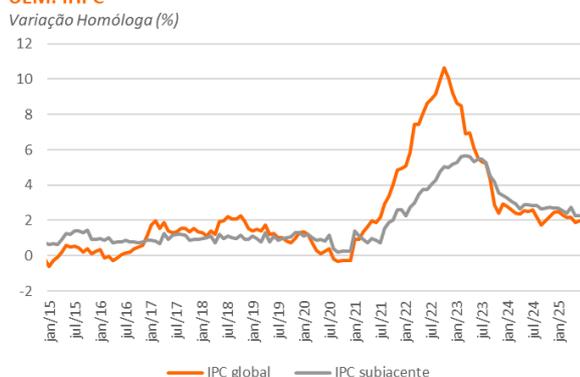
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

UEM: PIB



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

UEM: IHPC



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

Expectativas de inflação de mercado para a UEM



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

Previsões macroeconómicas em junho de 2025

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

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, as projeções anteriores (março 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.