

Nota Breve 28/02/2025

Mercados Financeiros · O BCE vai baixar as taxas em março, mas a política futura está a tornar-se menos previsível.**Reunião de 6 de março de 2025: o que esperar**

- Esperamos que o BCE baixe as taxas de juro em 25 p.b. (depo nos 2,50%) na sua reunião de março, continuando a flexibilização monetária iniciada em 2024, tanto porque a inflação, tal como esperado pelo BCE, permanece na sua trajetória para 2%, como porque a atividade continua a mostrar sinais de fraqueza num ambiente incerto com numerosos riscos.
- Os mercados financeiros atribuem uma probabilidade de 100% a este corte e mesmo um dos membros do Conselho do BCE menos pró-cortes, o austríaco Holzmann, reconheceu “alguma probabilidade” de uma nova redução das taxas em março.
- Neste contexto, a reunião e a conferência de imprensa subsequente centrar-se-ão na obtenção de alguma clareza sobre os próximos passos. Nas últimas semanas, as declarações de cada um dos membros do Conselho do BCE sobre esta questão divergiram, uma vez que as taxas se aproximam de níveis considerados neutros (níveis não observáveis cujas estimativas variam num intervalo relativamente amplo).
- Embora a maioria das estimativas concorde que a taxa neutral não é inferior a 1,75%, o seu nível máximo é mais contestado, e os vários modelos económicos utilizados pelo BCE e por outros bancos centrais situam-no entre 2,25% e 3%. Tal implica que, com o próximo corte, as taxas poderão já estar próximas do terreno neutral.
- Outro elemento importante da reunião será a atualização do quadro de previsões macroeconómicas. Com os preços a evoluir em linha com as últimas previsões do BCE, não esperamos alterações substanciais nas previsões de dezembro de 2024, que apontam para uma convergência da inflação para o seu objetivo até ao final do ano. Quanto ao crescimento económico, a surpresa em baixa do PIB do 4.º trimestre de 2024 (que avançou apenas 0,1% em cadeia, contra os 0,2% projectados pelo BCE) aponta para uma revisão em baixa das previsões para 2025.

Condições económicas e financeiras recentes

- A inflação está a estabilizar em níveis próximos, mas acima do objetivo: o índice global recuperou ligeiramente para 2,5% em janeiro, devido à recuperação dos preços da energia. O índice subjacente manteve-se estável em 2,7% em termos homólogos pelo quinto mês consecutivo, graças a pressões contidas nos bens industriais não energéticos, mas com os serviços a continuarem a mostrar resistência à descida (3,9% em janeiro).
- Não esperamos alterações substanciais nas previsões de inflação para 2025, em comparação com as publicadas em dezembro (2,1% para a inflação global e 2,3% para a inflação subjacente), o que implica uma convergência para o objetivo até ao final do ano. As previsões para 2026 e 2027 (médias de 1,9% e 2,1%, respetivamente) também deverão manter-se praticamente inalteradas.
- A atividade económica na zona euro continua muito fraca. Os PMI de fevereiro revelaram mais uma vez um nível de expansão fraco para a zona euro no seu conjunto. Para além da fraqueza do sector da indústria transformadora, o sector dos serviços, apesar de se manter acima do nível expansionista, surpreendeu pela negativa com uma queda inesperadamente acentuada em França.
- Esperamos que o BCE reveja ligeiramente em baixa a sua previsão de crescimento para o conjunto de 2025, que em dezembro estimou em 1,1%, assumindo um crescimento de 0,2% em cadeia no 4T24, que acabou por ser uma décima de ponto percentual inferior (0,1%).
- Desde a última reunião do BCE, os mercados financeiros da zona euro registaram ganhos na maioria dos activos. O preço da dívida soberana subiu, fazendo descer as yields, embora de forma particularmente acentuada nos prazos mais curtos, provocando uma ligeira inclinação da curva. Os prémios de risco periféricos, por seu lado, mantiveram-se relativamente estáveis (ligeira subida do risco espanhol e italiano, ligeira descida do risco francês e grego, estabilidade no caso da dívida portuguesa), num ambiente em que o prémio da obrigação alemã face à taxa swap, considerada sem risco de emitente, se alargou para máximos históricos. Os principais índices bolsistas registaram ganhos (os do Euro Stoxx mais de +3%),

enquanto o euro terminou praticamente inalterado face ao dólar e ao resto dos seus principais pares. Por último, o preço do gás natural registou uma queda acentuada (perto de -10%), depois de a Comissão Europeia ter anunciado que vai estudar a possibilidade de flexibilizar os objectivos de enchimento de stocks que impõe aos Estados-Membros para o próximo ano.

Mensagens do BCE

- É provável que a declaração do BCE se afaste da declaração “a política monetária continua a ser restritiva”, quer eliminando esta referência, quer substituindo-a por uma formulação mais neutra, uma vez que o debate sobre se as taxas permanecem ou não em território restritivo da atividade se intensificou nas últimas semanas.
- Os vários modelos do BCE publicados nos últimos meses estimam uma taxa natural que varia entre 1,75% e 2,25%, embora outros modelos alarguem este limite superior até 3%¹. Por outro lado, o Presidente do Bundesbank, Joachim Nagel, apresentou há algumas semanas um intervalo das suas próprias estimativas da taxa neutral entre 1,8% e 2,5%, sublinhando que, se o intervalo superior fosse verdadeiro, estaríamos neste intervalo com o corte de março². Isabel Schnabel partilhou a prudência de Nagel, enquanto Philip Lane se mostrou relutante em dar demasiada importância às estimativas da taxa neutral devido à incerteza que as rodeia.
- Do mesmo modo, os membros do Conselho do BCE também divergiram na sua conceção de como a redução do balanço poderá afetar a política monetária nos próximos meses. Cipollone, do Banco de Itália, argumentou que a redução do balanço do BCE estava a aumentar a inclinação da curva de rendimentos (ao aumentar a oferta de obrigações de dívida pública de longo prazo no mercado, pressionando o seu preço no sentido ascendente). O banqueiro italiano defendeu que este fenómeno pode ser mais um entrave à procura que deve favorecer a descida das taxas de intervenção do BCE. Schnabel, por seu lado, acredita que a redução do balanço favorece uma taxa neutral mais elevada.

Perspetivas do BCE a médio prazo

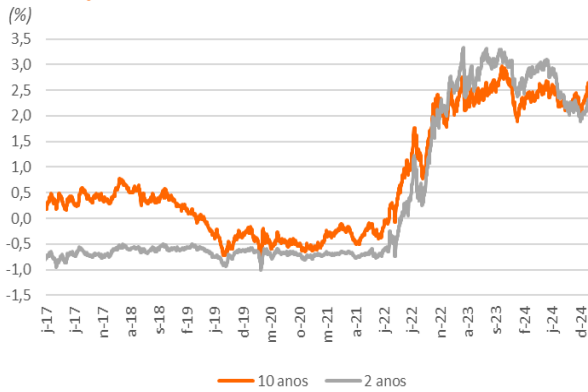
- Esperamos que o BCE reduza as taxas em 25 p.b. em março. Embora a velocidade ou a frequência dos cortes possa tornar-se menos clara depois disso, o cenário sugere que o Banco continuará a reduzir as taxas de juro nos próximos meses. Assim, esperamos que as taxas se movam para o limite inferior do intervalo das estimativas da taxa neutra acima mencionadas antes do final do ano.
- As taxas implícitas do mercado monetário têm atualmente uma visão semelhante e atribuem uma probabilidade de 70% de o BCE voltar a reduzir as taxas em abril. Por outro lado, no momento em que escrevemos este artigo, o mercado para final do ano desconta taxas inferiores a 2% (1,75%).
- A nossa previsão encontra riscos em ambas as direcções no atual ambiente geoeconómico, uma vez que tanto a ameaça tarifária de Trump como o eventual acordo de paz que possa ser alcançado na Ucrânia podem gerar fraqueza da procura e impulsos inflacionistas em simultâneo, dificultando a tomada de decisões por parte do BCE.
- Entre os riscos de as taxas se manterem mais elevadas, uma rápida escalada das tarifas entre a UE e os EUA ou uma nova persistência da inflação dos serviços, são fatores que poderiam impedir o BCE de efetuar cortes para além de 2,50%. Por outro lado, um abrandamento económico mais acentuado do que o esperado na zona euro poderia eventualmente empurrar a taxa de depósito para um nível inferior ao limiar de neutralidade. Os riscos tarifários da administração Trump parecem ser agora uma ameaça maior para o crescimento económico do que em janeiro, um ponto que poderá refletir-se no equilíbrio de riscos na declaração do BCE.

¹ Ver Véase: 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.

² Véase: [R* in the monetary policy universe: Navigational Star or dark matter?](#) Joachim Nagel, Lecture at the London School of Economics and Political Science 12.02.2025, Deutsche Bundesbank.

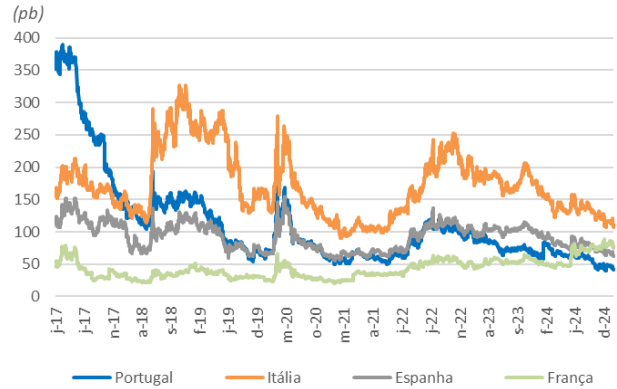
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



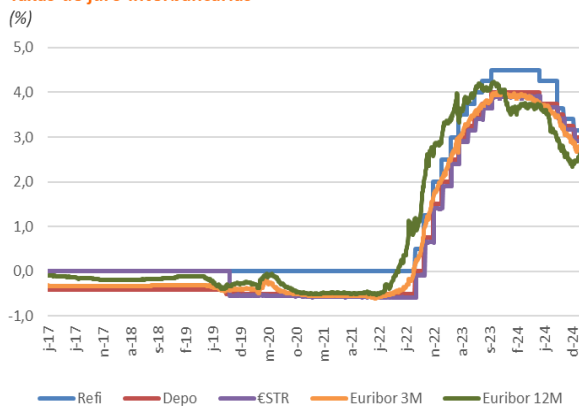
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano



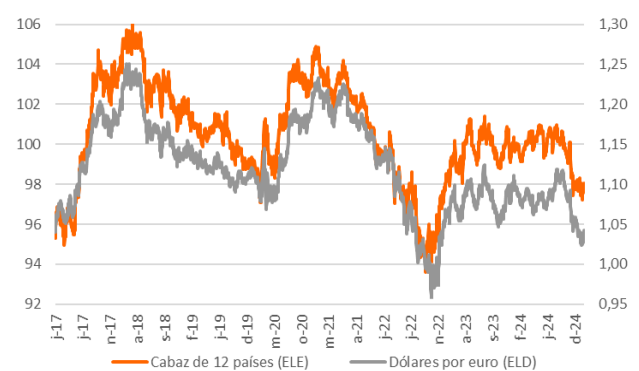
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



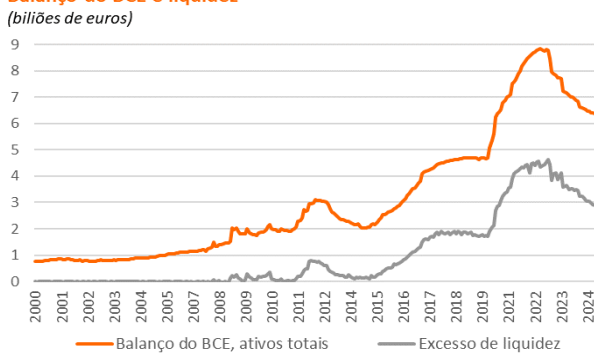
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio para a zona euro



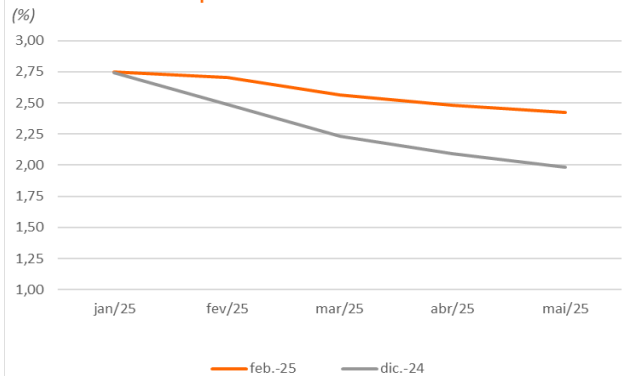
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100=1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

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.

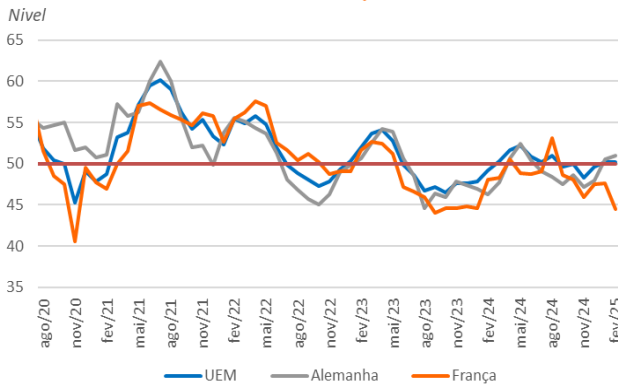
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

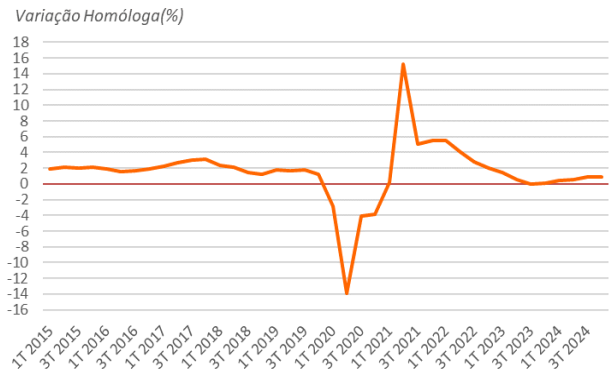
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto



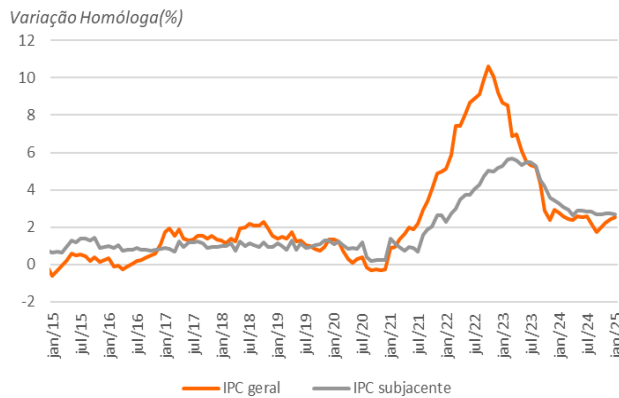
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

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 dezembro de 2024

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

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