

Nota Breve 12/12/2025

## Mercados Financeiros · BCE entre as luzes e sombras do cenário

### Reunião de 18 de dezembro de 2025: o que esperamos

- **O BCE vai manter as taxas de juro** (*taxa depo* em 2,00%) e continuará a não dar pistas sobre a evolução futura da sua política monetária, ancorada na estratégia de chegar a cada reunião com todas as opções em cima da mesa e basear as decisões nos dados e no estado do cenário económico.
- **Esta estratégia combina uma calibração "neutra" da política monetária** (ou seja, a visão de que os níveis atuais das taxas de juro não estimulam nem limitam a economia) com **esperar para agir** apenas se o cenário se alterar.
- **As perspetivas económicas estão rodeadas tanto de ameaças que podem exigir uma expansão monetária** (desaceleração da economia mundial, fraqueza persistente da indústria, desinflação devido à valorização da taxa de câmbio do euro ou ao redirecccionamento das exportações da China, alterações no sentimento dos investidores num contexto de elevadas avaliações de alguns ativos, etc.) **como de riscos que poderiam tornar necessário algum aperto** (inflação superior a 2% em alguns itens [serviços, alimentação], perturbações nas cadeias de abastecimento face ao aumento global das barreiras comerciais, estímulo fiscal na Alemanha e aumento dos gastos de defesa, etc.).
- Enquanto se mantiver um conjunto tão amplo de riscos, **o BCE deixou claro que não irá calibrar a política monetária em resposta a pequenas variações nos dados**. Assim, o BCE eleva a fasquia para intervir, conferindo a qualquer eventual movimento futuro das suas taxas um forte poder de sinalização.
- No dia 18 de dezembro, **o BCE irá atualizar a sua tabela de projeções macroeconómicas** para a Zona Euro e aí poderá dar algumas pistas sobre a sua visão para o futuro.
  - Os dados de atividade mais recentes têm sido mais positivos do que o esperado (o BCE projetou um PIB estagnado [0,0% em cadeia] no 3T contra +0,3% observado) e a inflação do 4T está a caminho de ser ligeiramente superior (especialmente a subjacente, que em média foi de 2,4% em outubro e novembro, enquanto o BCE prevê 2,2% no quarto trimestre como um todo). Por outro lado, a remuneração por trabalhador abrandou menos do que o BCE esperava.
  - Suposições técnicas baseadas em dados de mercado vão exercer uma pressão ligeiramente descendente sobre as previsões de inflação do BCE: a taxa de câmbio mal se moveu, mas o petróleo e, especialmente, o gás, tornaram-se mais baratos e os *forwards* Euribor 3M recuperaram. Além disso, o atraso na implementação do ETS2 (sistema de comércio de emissões de gases com efeito de estufa) continuará com a sua pressão moderadamente inflacionista em 2027 e 2028.
- No geral, **os dados mais recentes sugerem uma melhoria das perspetivas de crescimento a curto prazo e pressões mistas sobre as previsões de inflação**, uma combinação que gerou um tom mais *hawkish* entre alguns membros e que, na nossa opinião, reforça a continuidade de um BCE em modo de "esperar para ver" (os mercados dão mais de 95% de probabilidade de que o *depo* se mantenha nos 2,00% até, pelo menos, meados de 2026).

### Condições económicas e financeiras recentes

- **Inflação, praticamente nos 2%, mas com alguma inércia subjacente:**
  - A inflação geral situou-se nos 2,2% em novembro, enquanto a inflação subjacente foi de 2,4% e os serviços subiram para 3,5%. Indicadores alternativos refletem pressões subjacentes muito próximas, embora ligeiramente acima, de 2% (PCCI 2,2%, supercore 2,5% e *trimmed mean* 15% de 2,2% em outubro).
  - Os dados apontam para um arrefecimento do crescimento salarial, embora com dispersão entre indicadores: *tracker* da Indeed.com de 2,7% em outubro, salários negociados de 1,9% e compensação por colaborador de 4,0% no 3T, e *tracker* do BCE com uma desaceleração para 2,2% no 3T 2026.

- **A atividade apresenta sinais cautelosos de melhoria:**

- O PMI composto para a Zona Euro subiu para 52,8 pontos em novembro (um máximo em 30 meses), com dinâmicas mais favoráveis nas quatro principais economias. As vendas a retalho aceleraram para 1,5% em termos homólogos em outubro e o crescimento da produção industrial manteve-se em 1,2% em termos homólogos em setembro.
- O mercado de trabalho mantém-se sólido, com o desemprego nos 6,4% em outubro, mas os agregados familiares continuam cautelosos (a confiança do consumidor manteve-se em -14,2 pontos em novembro, ligeiramente abaixo da média histórica) e mantêm uma taxa de poupança elevada (15,4% no 2T 2025).

- **A transmissão do relaxamento monetário para as condições financeiras acaba:**

- As taxas de juro dos empréstimos a empresas e agregados familiares estabilizaram (segundo dados do BCE, em outubro estavam 3,5% e 3,3%, 180 p.b. e 70 p.b. abaixo do pico de 2023), e nas últimas semanas a Euribor a 12 meses subiu para 2,3% (cerca de 15 p.b. abaixo de dezembro de 2024). Os empréstimos a famílias e empresas cresceram 2,8% e 2,9% em termos homólogos em outubro (dados do BCE para a Zona Euro como um todo).
- Os mercados financeiros têm estado voláteis nas últimas semanas, com o sentimento dos investidores dividido entre a expectativa de cortes de taxas da Fed e as dúvidas sobre a sustentabilidade das avaliações das grandes empresas tecnológicas americanas. Desde a última reunião do BCE (30 de outubro), o mercado bolsista europeu acumulou adiantamentos modestos (Stoxx EUR 600 +1,1%) e com diferenças notáveis por país (Ibex 35 +5,3%, CAC 40 -0,9%), embora o desempenho do ano como um todo seja claramente positivo (Stoxx EUR 600 +14,5%). Entretanto, as taxas soberanas subiram entre 10 e 20 p.b. nas principais economias da Zona Euro, os prémios de risco periférico caíram cerca de 5 p.b. e o euro manteve-se relativamente estável, tanto face ao dólar (1,16-1,17 dólares) como em termos efetivos.

## Mensagens do BCE

- As últimas mensagens do BCE levaram os mercados financeiros a corrigir o seu viés descendente para 2026: se há poucas semanas estavam a descontar um corte de 25 p.b. (*depo* a 1,75%) com uma probabilidade de 30%, agora dão-lhe pouco mais de 5% de probabilidade e até apontam para um aumento das taxas no final de 2026 (*depo* em 2,25%) com uma probabilidade de 20%-30%.
- O principal catalisador desta mudança de tom foi Isabel Schnabel, que, numa entrevista à Bloomberg, indicou que espera manter uma taxa *depo* estável em 2,00%, mas também apontou um equilíbrio entre riscos de subida para o crescimento e a inflação e afirmou sentir-se confortável com a possibilidade de que o próximo passo seja, eventualmente, um aumento das taxas.
- Alguns governadores nacionais transmitiram estas mensagens de Schnabel, como Kazimir (Eslováquia), que também destacou surpresas e riscos positivos nos dados mais recentes. Por outro lado, outros governadores mantiveram um tom mais neutro, como Villeroy de Galhau (França), que argumentou que os riscos negativos para a inflação são tão relevantes quanto os riscos ascendentes e pediu para manter todas as opções em cima da mesa.

## Perspetivas do BCE a médio prazo

- A nossa previsão central é que o BCE manterá a *depo* inalterada e nos 2,00% (um nível que estimamos ser neutro) nos próximos trimestres. O BCE conta com a almofada de ter a inflação no objetivo e a sua perspetiva está rodeada de riscos tanto negativos como positivos, favorecendo a opção de esperar e reajustar a sua política monetária apenas perante mudanças substanciais no cenário.
- Por outro lado, o BCE continuará a diminuir o seu balanço com a redução passiva das carteiras de APP e PEPP (sem reinvestimentos), um processo gradual que não impedirá a abundância de liquidez nos próximos trimestres. Em 2026, o BCE irá iniciar uma revisão dos parâmetros do seu quadro operacional (um quadro renovado em 2024) para gerir a transição para um ambiente de liquidez menos abundante).

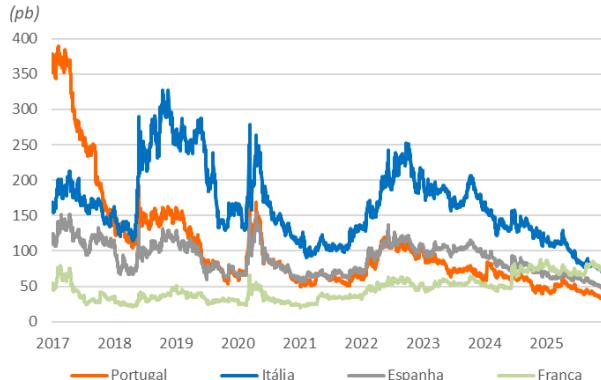
## Indicadores de condições financeiras

## Taxas de juro da dívida soberana alemã



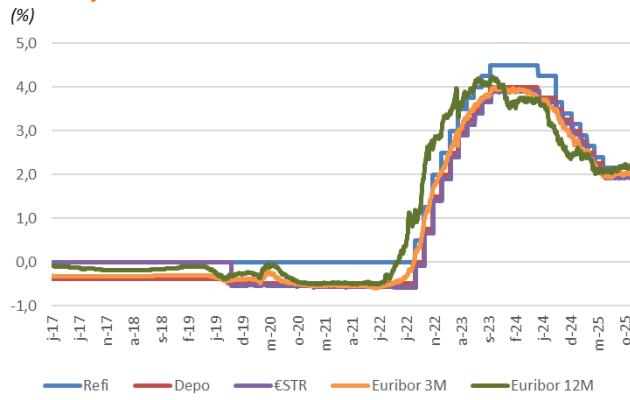
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

## Prémios de risco soberano



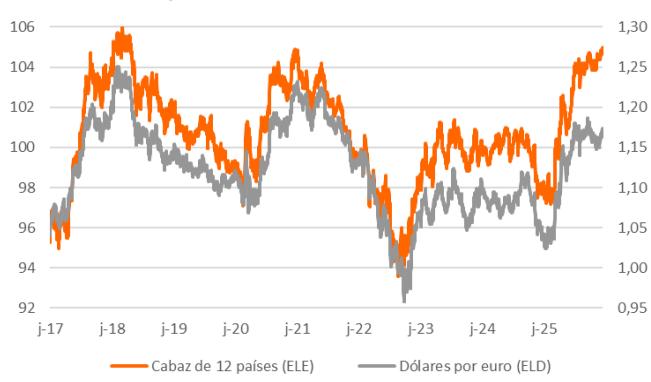
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

## 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

(biliões de euros)

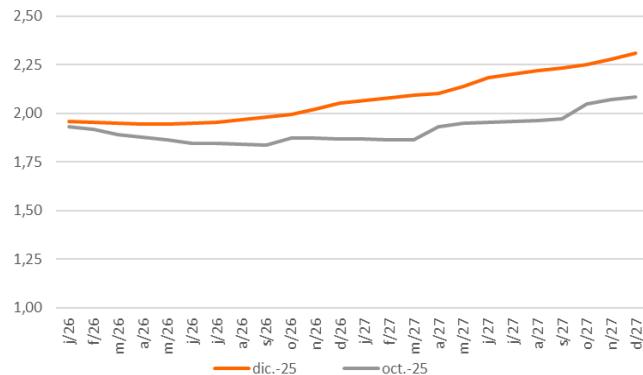


Nota: \*Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

## €STR: expectativas de mercado\*

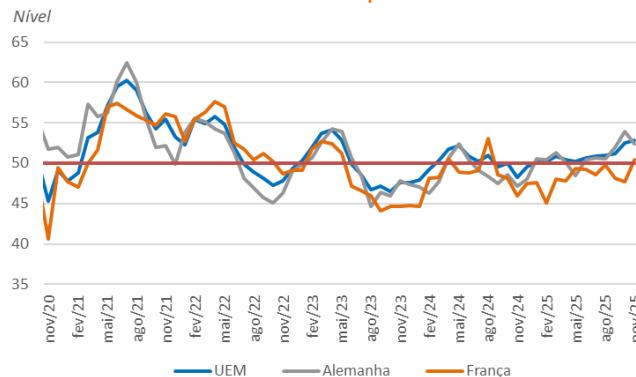
(%)



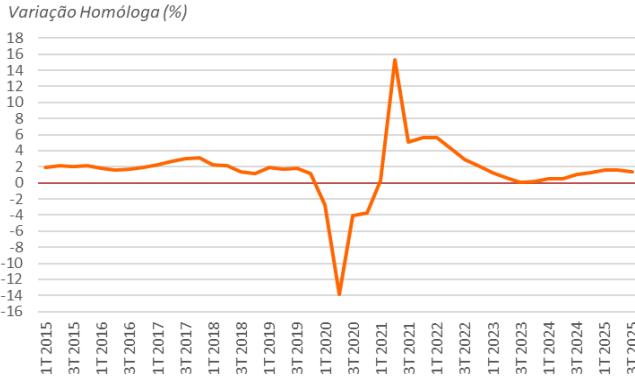
Nota: \*Forwards para taxa de juro overnight da Zona Euro.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

## Indicadores de condições económicas

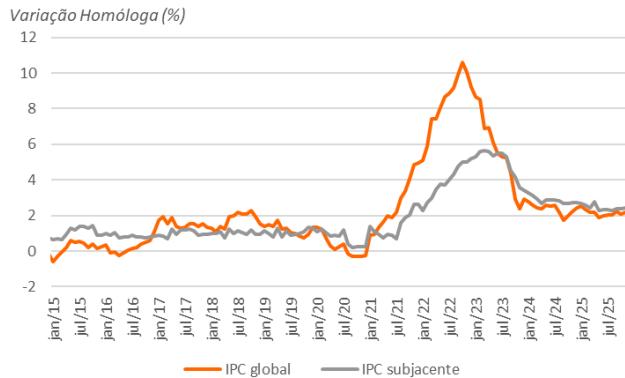
## UEM: Indicador de actividade PMI compósito



## UEM: PIB



## UEM: IHPC



## Expectativas de inflação de mercado para a UEM



## Previsões macroeconómicas em setembro de 2025

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

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

## 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.