

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 redireccionamento 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

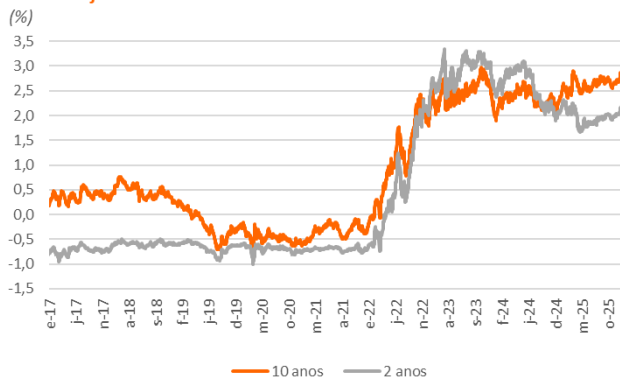
- As últimas mensagens do BCE levaram os mercados financeiros a corrigir o seu viés descendente para 2026: se há poucas semanas estavam a descontar um corte de 25 p.b. (*depo* a 1,75%) com uma probabilidade de 30%, agora dão-lhe pouco mais de 5% de probabilidade e até apontam para um aumento das taxas 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

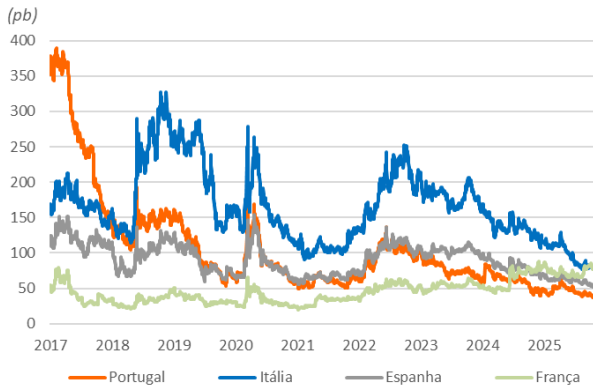
- A nossa previsão central é que o BCE manterá a *depo* inalterada e nos 2,00% (um nível que estimamos ser neutro) nos próximos trimestres. O BCE conta com a almofada de ter a inflação no objetivo e a sua perspetiva está rodeada de riscos tanto negativos como positivos, favorecendo a opção de esperar 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

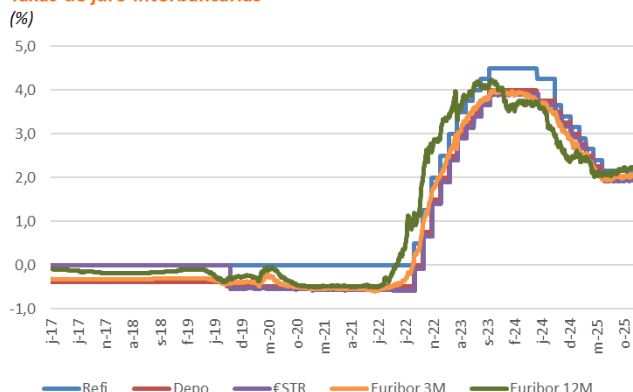
Taxas de juro da dívida soberana alemã



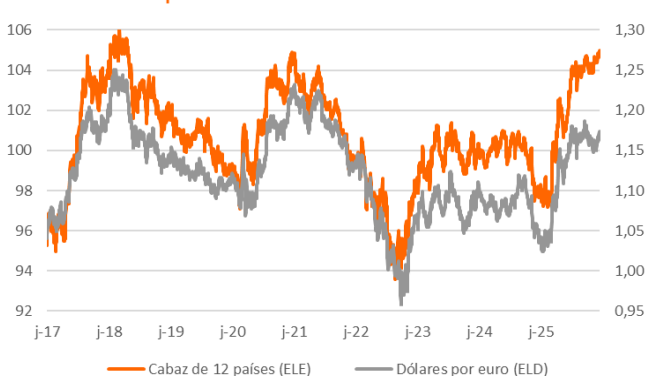
Prémios de risco soberano



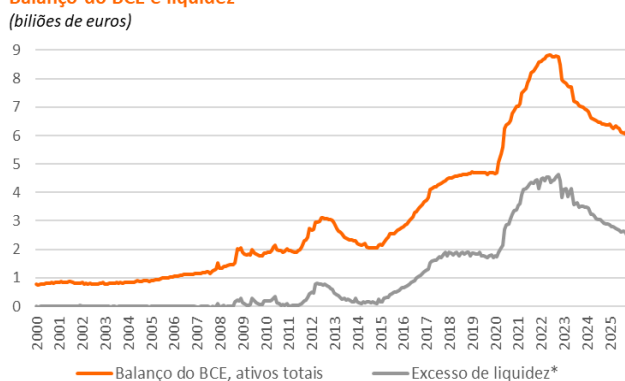
Taxas de juro interbancárias



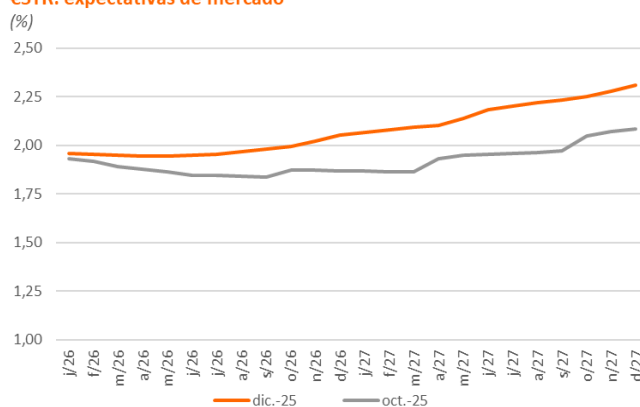
Taxas de câmbio para a Zona Euro



Balanço do BCE e liquidez

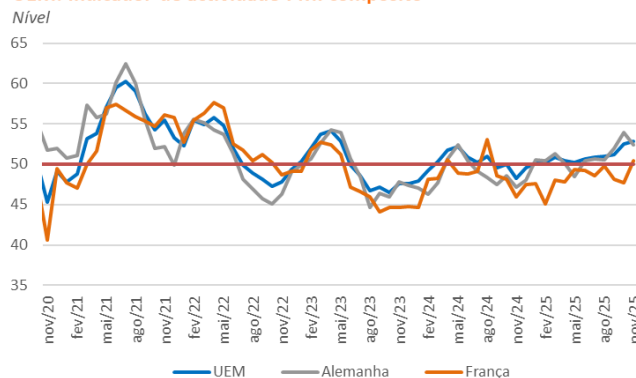


€STR: expectativas de mercado*



Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI compósito



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

UEM: PIB

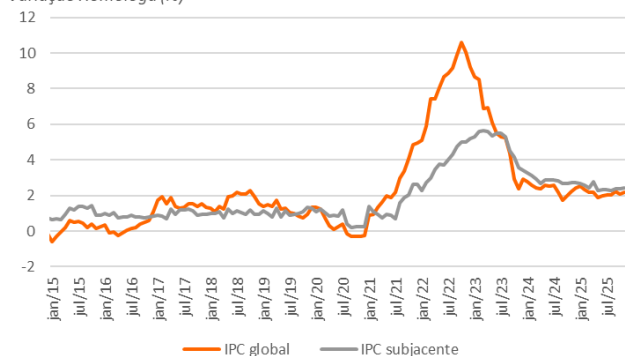
Varição Homóloga (%)



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.