

Nota Breve 30/05/2025

**Mercados Financeiros · BCE avança de forma cautelosa****Reunião de 5 de junho de 2025: o que esperar**

- Esperamos que o BCE baixe as taxas de juro em 25 p.b. e coloque a *depo* nos 2,00% (*refi* em 2,15% e MLF nos 2,40%), com um corte já descontado pelos mercados financeiros (probabilidade acima de 95%).
- Este novo corte de taxas (o quarto em 2025) reflete o desempenho misto da Zona Euro num contexto de elevada incerteza:
  - O PIB não conseguiu atingir o dinamismo esperado nos últimos trimestres e os indicadores mais recentes continuam a mostrar um crescimento moderado, com um mercado de trabalho resiliente, mas também com alguns sinais de arrefecimento.
  - A inflação está muito próxima dos 2% (embora ligeiramente acima) e a desaceleração dos preços mais inerciais dá mais confiança de que o objetivo será atingido em breve.
  - O recrudescimento abrupto da incerteza geoeconómica abriu um leque muito alargado de riscos, com uma tal multiplicidade de cenários possíveis que turva a visão dos bancos centrais e dificulta a elaboração de perspetivas económicas claras.
- Dada a incerteza, é provável que o BCE se mantenha cauteloso e não se deixe levar totalmente pelas revisões das suas projeções macroeconómicas que induzirão mecanicamente movimentos em relação ao quadro de previsões anterior. Entretanto, os preços dos futuros da energia (em euros) caíram quase 20%, o euro valorizou cerca de 10% em relação ao dólar e assistiu-se a uma intensificação e sucessão de anúncios de tarifas, bem como à sua suspensão temporária<sup>1</sup>.
- Neste contexto, a redução da *depo* em 25 p.b. deixa as taxas na região em território neutral e dá ao BCE flexibilidade para reajustar a política à medida que a discrepância entre duas visões da economia é resolvida:
  1. O risco de enfraquecimento da atividade e da inflação numa altura em que, embora as restrições comerciais estejam a arrefecer a procura mundial e os fluxos comerciais estejam a ser redirecionados, a incerteza está a deprimir o sentimento dos consumidores, das empresas e dos investidores.
  2. Preocupações quanto a uma inversão do cenário em que as tensões comerciais geram, a médio prazo, mais inflação na Zona Euro, quer devido a perturbações da oferta e a preços mais elevados dos fatores de produção, quer devido a uma taxa de câmbio do euro persistentemente mais forte (como se observa desde março) ou à aplicação de direitos aduaneiros sobre as importações na própria Europa.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- **Inflação quase no objetivo dos 2%:**
  - A inflação global foi de 2,2% em abril. Embora a inflação subjacente tenha recuperado para 2,7%, veio de 2,5% em março (mínimo de três anos) e o dado de abril é artificialmente impulsionado pelos efeitos do calendário da Páscoa, que deverão desvanecer em maio (os dados serão divulgados a 3 de junho).
  - A desinflação é impulsionada tanto pelo abrandamento dos salários (salários negociados +2,4% no 1T 2025 vs a média de +4,5% em 2024) como pela compressão das margens das empresas (que subtraem

<sup>1</sup> Comparação entre a data de fecho das projeções de março (6 de fevereiro para as variáveis financeiras) e a data de fecho provável das projeções de junho (14 de maio). Em março, foram incorporadas as tarifas com impacto direto limitado na área do euro (anúncios até 19 de fevereiro). No que se refere à taxa de câmbio, as projeções do BCE pressupõem estabilidade nos níveis médios dos últimos 10 dias antes do corte.

à inflação desde o 2T 2024, de acordo com os dados da contabilidade nacional) e por uma ligeira melhoria da produtividade do trabalho (em crescimento desde o final de 2024).

- **A atividade melhora, mas não descola:**

- O PIB cresceu 0,3% q/q no 1T 2025, com Espanha a destacar-se entre as principais economias (+0,6%), e uma melhoria sobretudo na Alemanha (de -0,2% no 4T 2024 para +0,2%), mas também presente em França (+0,1%, +0,2 p.p. vs. 4T) e Itália (+0,3%, +0,1 p.p. vs. 4T).
- O PMI composto está ancorado na zona de estagnação no 2T (50,4 em março e 49,5 em abril, vs 50,4 na média do 1T).
- O mercado de trabalho continua resiliente, com o desemprego a situar-se em 6,2% em março (mínimo da série), embora os inquéritos do PMI e da Comissão Europeia mostrem um arrefecimento nas intenções de contratação. Além disso, a confiança dos consumidores permanece reduzida e as famílias mantêm uma elevada taxa de poupança (15,2% no 4T 2024).

- **As condições financeiras são mais flexíveis e os mercados respiram um pouco de ar fresco:**

- As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão a descer gradualmente (segundo dados do BCE, em março, eram de 3,3% e 3,9%, respetivamente, entre 60 p.b. e 130 p.b. abaixo do pico de 2023). A Euribor a 12 meses situa-se em cerca de 2,1%, menos 160 p.b. do que há um ano, e os mercados monetários esperam que estabilize em 1,9%-2,0% no resto do ano.
- A concessão de crédito está a melhorar e, segundo o BCE, os empréstimos às famílias e às empresas cresceram 1,7% e 2,3% em termos homólogos em março (dados para o conjunto da Zona Euro).
- Os mercados financeiros mostraram alguma recuperação após a turbulência de março e abril. Desde a reunião do BCE (17-abr.), as bolsas europeias avançaram de forma generalizada (Stoxx EUR 600 +8%) e acumulam quase 10% no ano (face à bolsa americana, pouco acima dos níveis de dez-2024). As *yields* soberanas subiram de forma moderada na Zona Euro (Bund +3 p.b.) e os prémios de risco dos países periféricos permanecem contidos, face à maior tensão nos EUA (*Treasury* a 10 anos +10 p.b.). Por seu lado, o euro consolidou a apreciação de março e abril e manteve-se em torno de \$1,12-\$1,13, enquanto nos mercados energéticos o petróleo bruto Brent continuou a flutuar em torno de \$65 por barril (vs \$75 no início de 2025).

- **As tensões comerciais geram muita incerteza**, tanto quanto à configuração final das próprias tarifas (algumas das quais estão agora suspensas) como quanto ao seu efeito líquido na economia da Zona Euro. Os canais de transmissão são múltiplos, podem ir em direções opostas e a sua capacidade de propagação depende de vários fatores. As oscilações da taxa de câmbio, que são fundamentais para absorver ou amplificar o efeito de uma tarifa, ilustram a incerteza: o euro-dólar passou de uma reação de força do dólar face à vitória eleitoral de Trump (de 1,12 dólares para 1,02 dólares entre outubro e janeiro) para uma reação de força do euro à medida que as tarifas se concretizaram, as perspetivas económicas dos EUA foram revistas em baixa e os mercados sofreram turbulências (de 1,03 dólares para 1,13 dólares entre fevereiro e maio).

## Mensagens do BCE

- Desde a reunião de abril, as mensagens do BCE têm, em geral, apoiado a perspetiva de novos cortes de taxas, embora graduais. Por exemplo, Villeroy de Galhau sinalizou que “a normalização da política monetária ainda não está completa”, enquanto Philip Lane reforçou que “ninguém está a falar de cortes drásticos. Estamos numa região de tomada de decisões normal”.
- No entanto, tem-se registado algum contraste entre dois membros importantes do Conselho do BCE, Philip Lane e Isabel Schnabel. Enquanto Lane enfatizou os riscos desinflationistas das tensões comerciais (a recente apreciação do euro, a fraca procura mundial e a queda dos preços da energia, bem como a reorientação do comércio da China para a Europa), Schnabel, que também os reconhece, colocou uma maior ênfase nos fatores inflacionistas de médio prazo, como as disrupções nas cadeias de abastecimento mundiais e a propensão para transferir o peso das tarifas para os preços finais no consumidor.

## Perspetivas do BCE a médio prazo

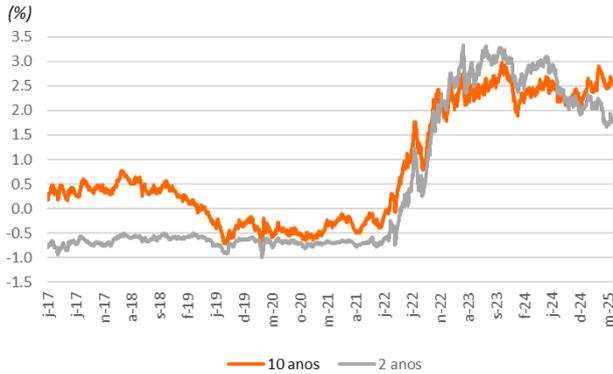
- Para além do corte de junho, esperamos outro corte de taxas em 2025, colocando a taxa *depo* em 1,75% na parte final do ano (*refi* em 1,90% e MLF em 2,15%), mas pensamos que, em 2026, acabará por estabilizar

em 2,00% (um nível que consideramos neutro para a *depo*). Por outro lado, o BCE continuará a reduzir o seu balanço com a redução passiva das carteiras APP e PEPP (com reinvestimentos nulos).

- Os mercados financeiros incorporam um cenário muito semelhante, atribuindo uma probabilidade de 100% de que a taxa *depo* desça para 1,75% no outono de 2025. Embora os mercados atribuam alguma probabilidade de uma nova descida, que colocaria a taxa *depo* em 1,50% no início de 2026, a médio prazo, as cotações colocam a *depo* nos 2,00% (meados de 2027).

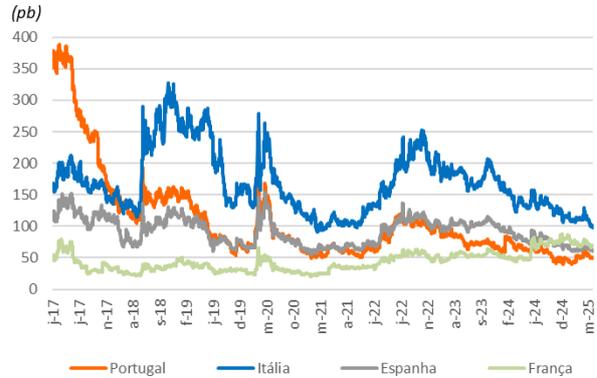
### Indicadores de condições financeiras

#### Taxas de juro da dívida soberana alemã



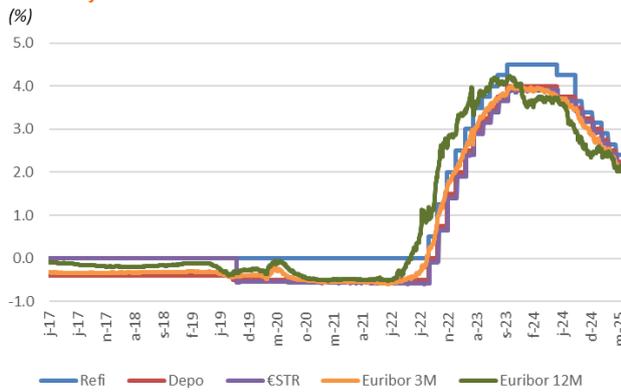
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

#### Prémios de risco soberano



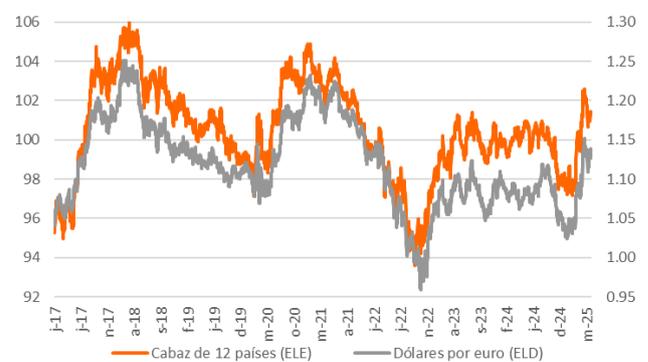
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

#### Taxas de juro interbancárias



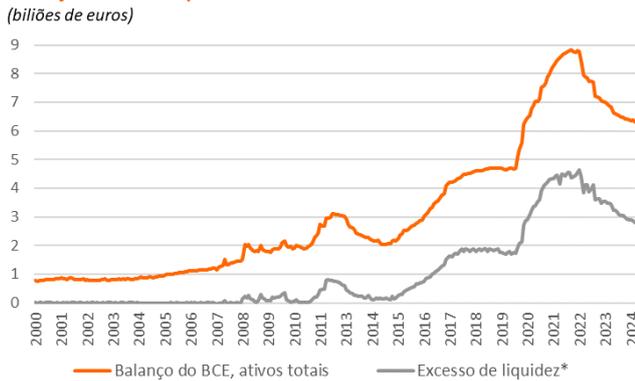
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

#### Taxas de câmbio para a Zona Euro



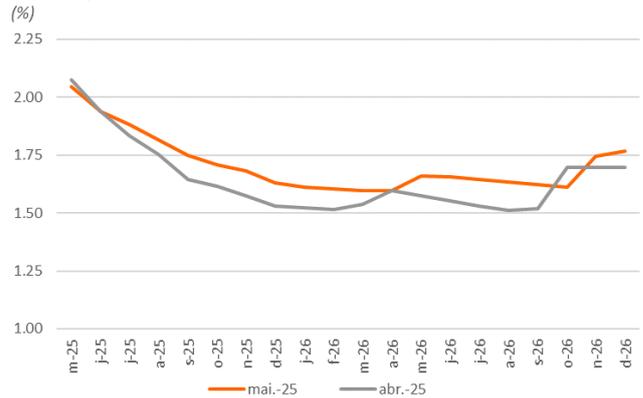
Nota: \*Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100=1T 1999).  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

#### Balço 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.

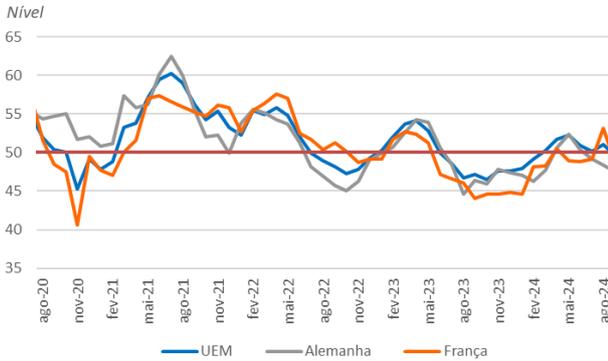
#### €STR: expectativas de mercado\*



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

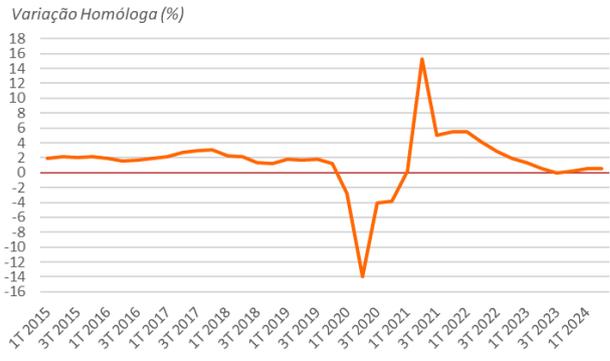
## Indicadores de condições económicas

### UEM: Indicador de actividade PMI composto



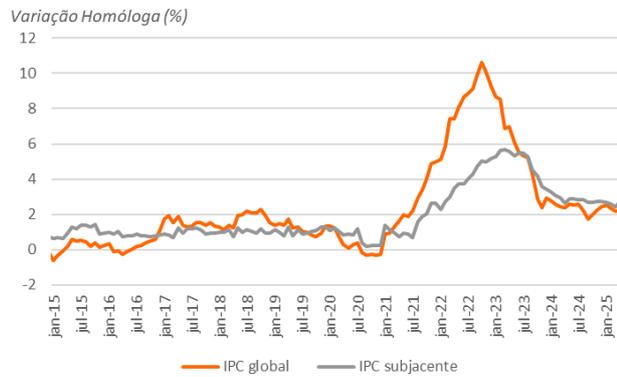
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

### 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 março de 2025

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

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

BPI Research, 2025

e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.