

Nota Breve 05/09/2025

**Mercados Financeiros · O BCE sente-se bem onde está****Reunião de 11 de setembro de 2025: o que esperar**

- **Tudo indica que, na próxima semana, o BCE manterá as taxas nos níveis atuais** (*depo* em 2,00%).
- **Os mercados financeiros estão a antecipar que não há alterações com uma probabilidade de 99%** e as últimas mensagens do BCE sugerem que o banco central vê a política monetária numa boa posição e tem pouca disponibilidade para a alterar no curto prazo (como a ata de julho referiu, o BCE «reivindica o valor de manter as taxas e esperar»).
- Embora há alguns meses se tenha descontado um corte de taxas para setembro (há dois meses os mercados deram uma probabilidade de 50%-60%), as expectativas foram reajustadas face à resiliência da atividade (ancorada numa dinâmica modesta, mas resiliente), aos dados de inflação sustentados na meta (e com alguns indicadores subjacentes ainda um pouco acima de 2%) e à redução (mas não eliminação) da incerteza após os acordos comerciais do verão.
- Esta dinâmica reduziu a pressão para que o BCE continuasse a reduzir as taxas de juro no curto prazo. No entanto, o cenário é exigente e, mesmo que a incerteza quanto ao nível das tarifas diminua, a incerteza quanto ao seu impacto na atividade económica e na inflação continua por resolver.
- Dada a multiplicidade de mecanismos em ação, não se exclui um cenário desinflacionário que induza novos cortes nas taxas (na verdade, os mercados atribuem uma probabilidade de 70% a que a *depo* caia para 1,75% ao longo de 2026), mas também não se pode descartar um cenário moderadamente inflacionista (apoiado por planos de gastos com defesa e infraestrutura) que apoie a manutenção das taxas em 2,00% ou ligeiramente acima (os mercados estão a descontar uma *depo* em 2,25% no final de 2027).
- Neste sentido, a atualização do quadro macroeconómico da zona euro que o BCE vai apresentar na próxima semana será um primeiro passo para incorporar as consequências económicas das tarifas e clarificar o debate e o rumo da política monetária nos próximos trimestres.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- **Inflação, na meta de 2%:**
  - A inflação global fixou-se em 2% nos últimos meses, com 2,0% em junho e julho e 2,1% em agosto. Por sua vez, a inflação subjacente, de 2,3%, encontra-se em mínimos de três anos e meio, e a inflação dos serviços (3,1% em agosto) está a abrandar lentamente, mas de forma constante. Além disso, todo um conjunto de indicadores alternativos aponta para pressões subjacentes muito próximas, embora ligeiramente acima de 2% (PCCI 2,3%, *supercore* 2,6% e *trimmed mean* em 15% de 2,2% em julho).
  - Os dados salariais refletem um arrefecimento, com alguns sinais abaixo de 3%, o que se estima ser compatível com uma inflação de 2%: *tracker* da Indeed.com em 2,5% em julho, salários negociados em 4,0% no 2T (impulsionados por efeitos de base relacionados ao pagamento de bónus na Alemanha; excluindo a Alemanha seria próximo de 3,0%), e o *tracker* do BCE em 1,7%-1,8% para o 4T 2025-1T 2026.
- **Atividade, num ritmo modesto:**
  - O PIB abrandou para 0,1% em termos trimestrais em cadeia no 2T, após uma anomalia de +0,6% no 1T (+0,3% excluindo a Irlanda), que foi sustentada pelo *boom* das exportações antes das tarifas.
  - Os indicadores mais recentes mostram que a atividade continua no cenário de expansão modesta (por exemplo, o consenso da Bloomberg espera um crescimento do PIB de +0,1% em termos trimestrais no 3T). O PMI composto da zona do euro subiu cerca de 0,5 pontos entre julho e agosto e chegou a 51,0, com o componente industrial na zona expansionista pela primeira vez desde junho de 2022.
  - O mercado de trabalho oferece uma fonte de resiliência, com o desemprego a atingir os 6,2% em julho. Além disso, as famílias apresentam uma elevada taxa de poupança (15,4% no 1T 2025), o que, numa

nota positiva, poderá estimular a procura se uma menor incerteza suportar uma melhoria da confiança.

- **As condições financeiras abrandam, apesar das tensões no prémio de risco francês:**
  - As taxas de juro dos empréstimos às empresas estão a descer (de acordo com os dados do BCE, eram de 3,5% em julho, cerca de 180 p.b. abaixo do pico de 2023), enquanto as dos empréstimos às famílias estabilizaram nos últimos meses (3,3% em julho, -70 p.b. do que no pico). A Euribor a 12 meses subiu recentemente para 2,2% (+10 p.b. do que nos últimos meses, mas quase 100 p.b. abaixo do que há um ano) e os mercados estão a antecipar que se mantenha estável nos próximos trimestres.
  - O crédito acelera e, segundo o BCE, os empréstimos a particulares e empresas cresceram 2,4% e 2,8% em termos homólogos em julho (dados para o conjunto da zona euro).
  - Os mercados financeiros europeus têm mostrado um tom misto desde a última reunião do BCE (24 de julho). A bolsa europeia acumulou uma ligeira descida (*Stoxx 600* -0,3%), refletindo altos e baixos durante o verão e divergências regionais (as bolsas italiana e espanhola subiram cerca de 4%, enquanto as bolsas alemã e francesa caíram cerca de 2%). As taxas de juro soberanas estão em níveis semelhantes aos do final de julho, depois de terem quebrado recuperações de quase 10 p.b. e os prémios de risco na periferia continuam contidos, apesar da recuperação em França (+10 p.b. desde o final de julho, face à possível queda do governo de François Bayrou e a um ajustamento orçamental mais lento).
- **O acordo comercial EUA-UE reduz a incerteza, mas não elimina os riscos.** A área do euro enfrenta o desafio de se adaptar a condições comerciais claramente menos favoráveis com os EUA nos próximos meses, persistindo a incerteza quanto à solidez e durabilidade dos acordos alcançados. Existe também incerteza quanto ao impacto macroeconómico destas tarifas, desde a sua transmissão ao longo das cadeias de produção mundiais e internas e a formação de preços até possíveis reconfigurações globais dos fluxos comerciais.

## Mensagens do BCE

---

- Nas últimas semanas, as mensagens do BCE indicaram uma visão mais positiva do cenário e sinalizaram algum alívio face aos acordos comerciais, apoiando o reajustamento das expectativas dos mercados financeiros (um corte de 25 p.b. antes do final do ano passa de uma probabilidade de 60% para 30%).
- Assim, a Presidente Lagarde destacou a resiliência da economia global num ambiente de incerteza, destacou positivamente que o acordo comercial entre a UE e os EUA reduziu a incerteza (sem a eliminar) e estabelece tarifas em linha com o cenário base contemplado pelo BCE (claramente abaixo do cenário severo).
- De forma mais direta, Isabel Schnabel disse em entrevista à Reuters que vê a política monetária numa boa posição e não considera que haja motivos para mover os juros, enquanto vê menos incerteza, espera um impulso fiscal e estima que, no médio prazo, as tarifas podem ser inflacionistas.

## Perspetivas do BCE a médio prazo

---

- Não descartamos um corte final que coloque a taxa *depo* em 1,75%, mas, com a incerteza a dissipar-se para 2026, acreditamos que a *depo* acabará por se estabilizar em 2,00% (nível que consideramos ser neutro).
- Por outro lado, o BCE continuará a reduzir o seu balanço com a redução passiva das carteiras do APP e do PEPP (com zero reinvestimentos), um processo gradual que não impedirá que a liquidez seja abundante nos próximos trimestres.

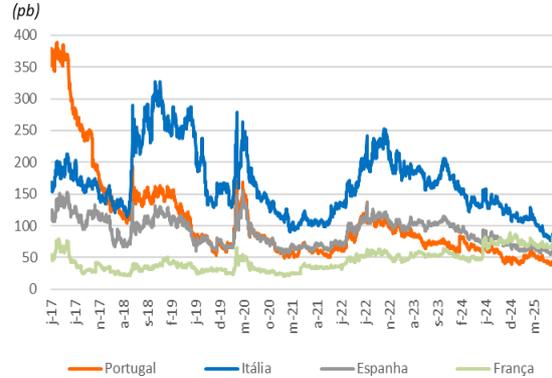
## Indicadores de condições financeiras

### Taxas de juro da dívida soberana alemã



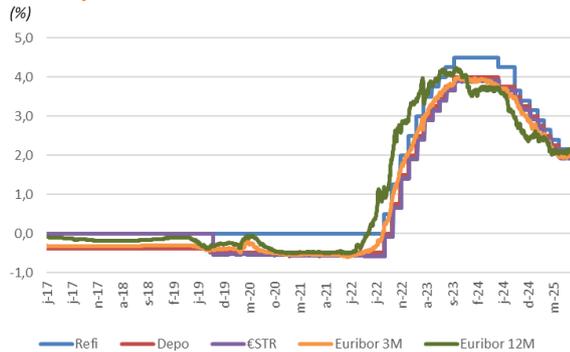
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

### Prémios de risco soberano



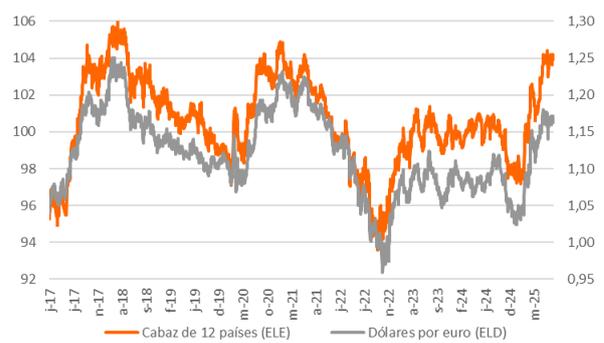
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

### Taxas de juro interbancárias



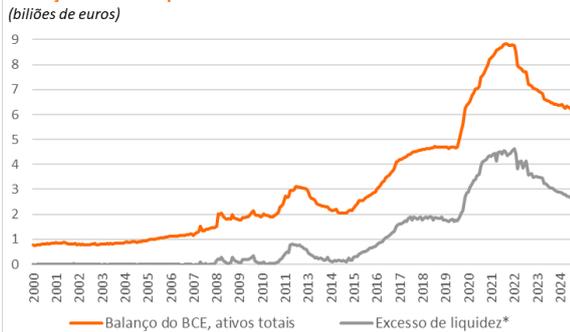
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

### Taxas de câmbio para a Zona Euro



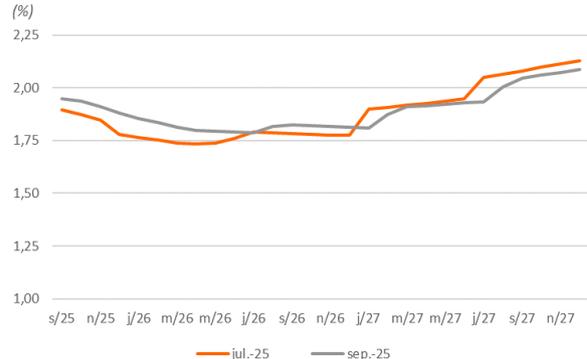
Nota: \*Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

### Balanco 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.

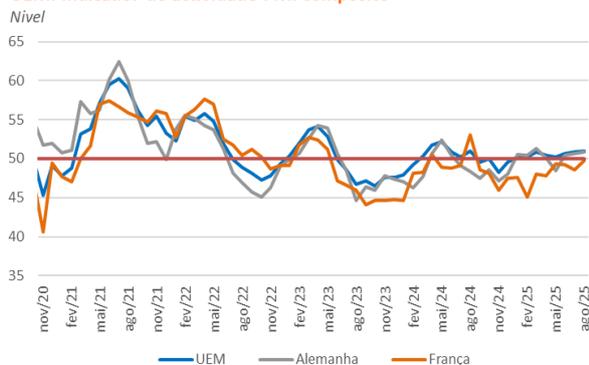
### €STR: expectativas de mercado\*



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

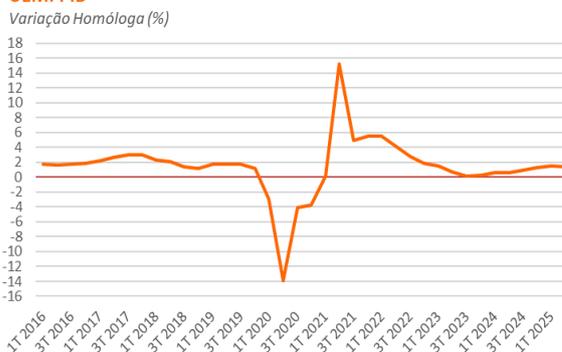
## Indicadores de condições económicas

**UEM: Indicador de actividade PMI compósito**



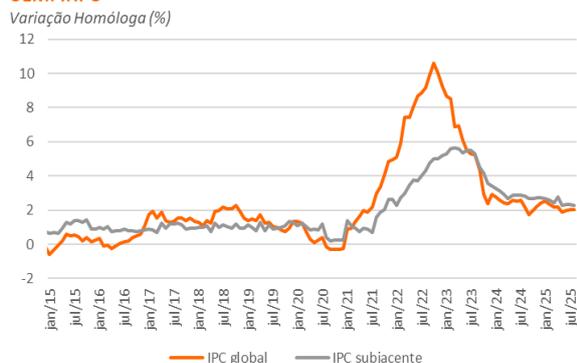
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

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

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

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.