

Nota Breve 03/09/2026

Mercados financeiros · O BCE endurecerá a política monetária**Reunião de 10 de setembro de 2026: o que esperamos?**

- **O BCE aumentará as suas taxas de juro em 25 p.b. (depo a 2,50%).** Isto é sugerido por várias declarações de membros do Conselho de Governadores e por algumas fugas na imprensa, e os mercados estão a descontá-lo com quase 100% de probabilidade.
- **Este aumento explica-se pela persistência do conflito no Médio Oriente e pelo stress do mercado da energia:**
 - As dinâmicas de preços e futuros energéticos mais recentes descontadas nas últimas semanas sugerem que a inflação da zona euro estará próxima dos 3% em média em 2026, e os dados mensais poderão até ser um pouco mais elevados no final do ano.
 - Excluindo a energia, a evolução dos preços está mais alinhada com a meta, mas o prolongamento do conflito e a elevada inflação energética aumentam dois riscos chave para o BCE: o risco de propagação nos preços de outros bens e serviços, e o risco de um aumento persistente das expectativas de inflação.
- **A ameaça inflacionária junta-se à atividade resiliente** (o PIB surpreendeu positivamente no 2T e os indicadores de sentimento melhoraram desde então) **e à perspectiva de que podem ser necessárias taxas um pouco mais altas para que a política monetária passe de "neutra" para "restritiva"** (as estimativas mais recentes da taxa de juro neutra apresentadas pelo BCE passaram de 1,75%-2,25% para 2,00%-2,50%).
- **Para além de setembro, os mercados estão a prever um aperto monetário que poderá levar a taxa depo para 3,00% em 2027.** No entanto, tudo dependerá de se o stress energético se enraizar, intensificar ou aliviar (em junho passado, os preços da energia mostraram uma tendência rápida a cair se o conflito militar for resolvido).
- **Dada a incerteza do contexto e a velocidade com que um cenário altamente dependente da geopolítica muda, o BCE não pode comprometer-se com um futuro caminho das taxas de juro,** mas terá de proceder "reunião a reunião" e deixar todas as opções abertas para se adaptarem a dados e eventos.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A energia impulsiona a inflação, mas os seus efeitos indiretos são limitados:**
 - A inflação global acelerou para 3,3% em termos homólogos em agosto, impulsionada pela inflação energética (14,3% homólogo, contribuindo 1,3 p.p. para o conjunto da inflação).
 - Por sua vez, a inflação excluindo a energia foi de 2,2%, enquanto a subjacente (sem energia e alimentos) situou-se nos 2,4%, o mesmo registo de fevereiro (antes do conflito).
 - Entre os indicadores alternativos para pressões de preços subjacentes, o PCCI, excluindo energia (que possui melhor poder preditivo segundo o próprio BCE) foi apenas 2,1% em julho, ainda que outros dados estejam, todavia demasiado longe dos 2% (*trimmed mean* a 15% nos 2,4%, *supercore* nos 2,6%).¹
- **A atividade mostra-se resiliente:**
 - O PIB cresceu 0,4% em termos trimestrais no 2T (0,3% excluindo a Irlanda, e comparado com os 0,2% esperados pelo consenso). Apesar da estagnação da França (PIB de 0,0% após -0,2% no 1T),

¹ A *trimmed mean* a 15% exclui os 7,5% dos componentes com menor inflação e os 7,5% com maior inflação, o *supercore* inclui apenas preços sensíveis ao ciclo económico (*output gap*) e o PCCI é uma média de uma componente comum de baixa frequência entre os países da Zona Euro.

os números foram positivos nas restantes principais economias: Alemanha +0,3%, Itália +0,2% e Espanha +0,7%.

- Os indicadores de sentimento melhoram no terceiro trimestre. O PMI composto subiu para 52,0 pontos em agosto (máximo dos últimos nove meses), impulsionado pela indústria transformadora e pelos serviços (52,7 e 51,6 pontos, respetivamente) e o consenso dos analistas prevê que o PIB cresça 0,2% em termos trimestrais no 3T.
- O mercado de trabalho oferece um pilar de apoio. A taxa de desemprego é historicamente baixa (6,4% em julho) e o indicador de expectativas de emprego do EEI (preparado pela Comissão Europeia) recuperou para 99 pontos em agosto (um máximo de 7 meses e praticamente na média histórica de 100).

- **Os mercados antecipam um endurecimento das condições financeiras:**

- Impulsionados pela subida dos preços do petróleo e gás (atualmente acima de \$95 e €72, respetivamente), as taxas de juro soberanas recuperaram fortemente durante o verão, com aumentos próximos de 50 pontos base tanto nos segmentos curtos como longos da Alemanha e das restantes grandes economias. Por outro lado, os prémios de risco mantêm-se geralmente contidos: Espanha e Portugal abaixo dos 50 e 40 pontos base, respetivamente, e França e Itália ligeiramente acima dos 80 pontos base.
- Os mercados acionistas conseguiram avançar através da volatilidade, com o Stoxx 600 EUR perto de 1% acima do fecho de junho. No entanto, existe uma disparidade relevante entre quase +4% do DAX alemão e os -1,5% do CAC francês.
- A Euribor de 12 meses está ligeiramente acima dos 3,0% (+90 pontos face ao homólogo), impulsionada pelas expectativas de taxas do BCE.
- As taxas de juro dos empréstimos a empresas e famílias europeias aumentaram moderadamente ao longo do ano (cerca de 20 p.b.), para 3,8% para as empresas e 3,5% para os agregados familiares em julho, segundo os indicadores compostos do BCE. Por seu lado, o volume de crédito ao setor privado acelerou para 4,1% homólogo em julho (contra 3,3% em dezembro).

Mensagens do BCE

- Os membros do BCE reforçaram as previsões para um aumento das taxas em setembro. Nos próximos meses, apesar de um tom mais *hawkish* evidente em alguns membros, o consenso continua a defender uma estratégia flexível baseada em dados e eventos.
- Do lado *hawkish*, Isabel Schnabel defendeu categoricamente que "as taxas devem subir mais" perante a combinação de uma atividade económica mais forte do que o esperado e a persistência do stress energético. Por outro lado, Piero Cipollone alertou que aumentos agressivos das taxas poderiam prejudicar o crescimento económico já penalizado pelo conflito.
- Por sua vez, Joachim Nagel (Bundesbank) validou as expectativas dos mercados para setembro ("estão a prever um aumento com uma probabilidade superior a 95%... e isso demonstra uma boa compreensão [do BCE]") mas manteve-se cauteloso quanto ao futuro. Entretanto, Gabriel Makhoulouf (Irlanda) foi mais categórico e argumentou que o BCE deve estar preparado para mais aumentos das taxas caso a inflação "comece a mover-se na direção errada".

Perspetivas do BCE a médio prazo

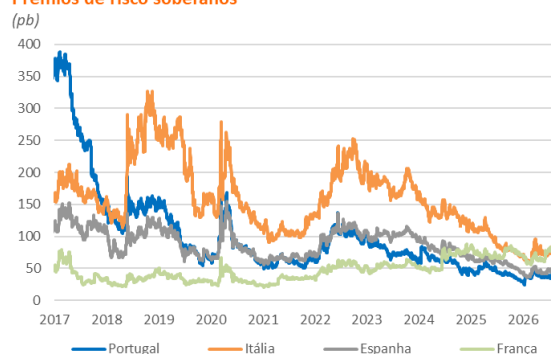
- O cenário depende crucialmente da evolução dos preços da energia. O BCE não pode combater o impacto direto do conflito no Médio Oriente nos preços (até agora, essencialmente na energia), mas a persistência do stress energético é fundamental para ativar (ou não) pressões indiretas sobre os preços de outros produtos (sobre as quais o BCE pode e quer incidir).
- Embora os efeitos indiretos sejam limitados, o fracasso das negociações no Médio Oriente, a retoma dos ataques militares entre os EUA e o Irão e o stress dos futuros energéticos nas últimas semanas aumentaram a pressão sobre o BCE e explicam o aperto das expectativas dos mercados financeiros: além do aumento de setembro, estão a descontar outro aumento em dezembro (taxa *depo* de 2,75%) e outro em 2027 (3,00%).

- Por outro lado, se a situação for solucionada nos próximos meses, os mercados energéticos já demonstraram uma rápida propensão para relaxar os preços (em junho, o petróleo caiu rapidamente para níveis pré-conflito). Neste cenário, em vez de aumentos, espera-se que o BCE mantenha as taxas (por exemplo, a taxa *depo* em 2,50%) durante alguns trimestres até garantir que os efeitos indiretos são efetivamente desativados pelo afrouxamento no campo energético.

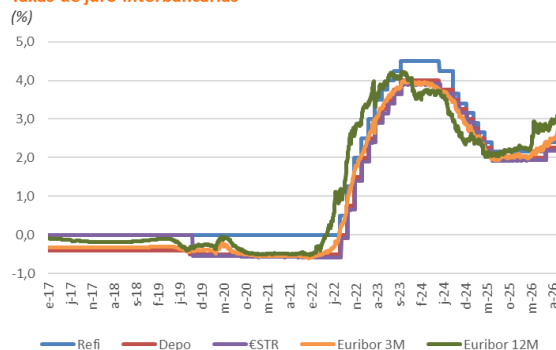
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã

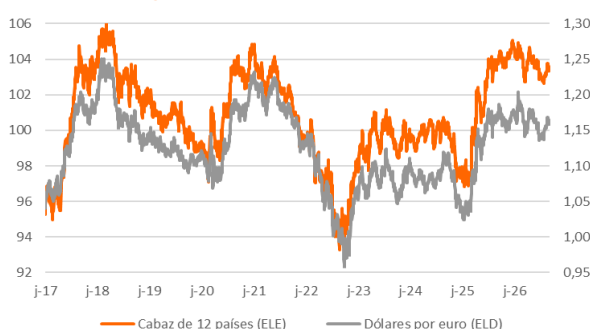

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberanos


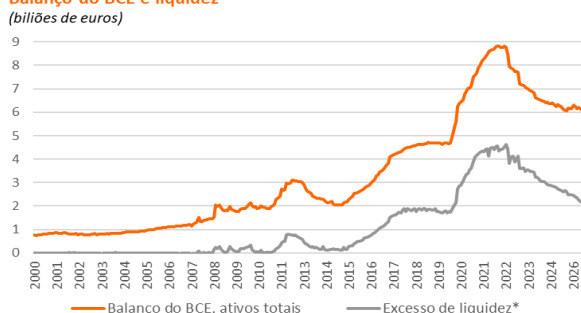
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias


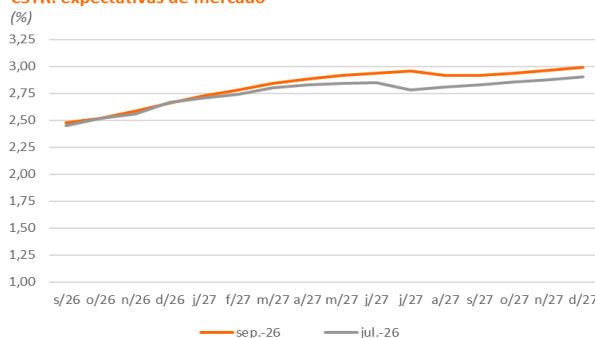
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

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 da BCE.

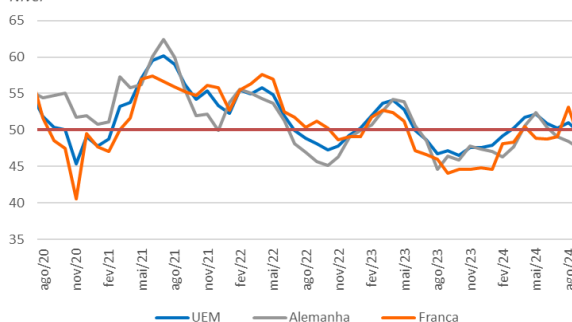
€STR: expectativas de mercado*


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

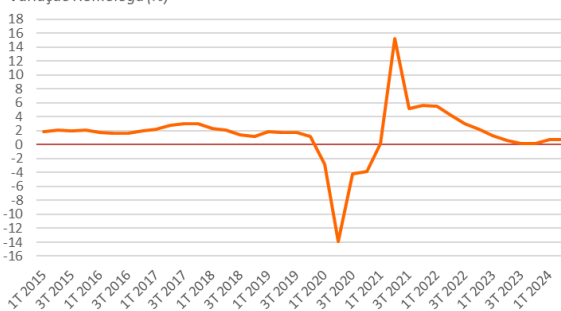
Nível



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

UEM: PIB

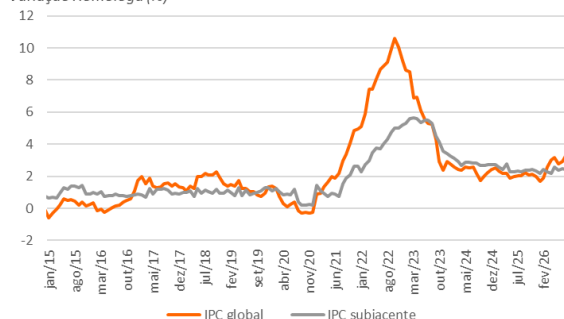
Variação Homóloga (%)



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

UEM: IHPC

Variação 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 junho de 2026: cenário base

	2025	2026	2027	2028
Crescimento do PIB	1,5	0,8 (0,9)	1,2 (1,3)	1,5 (1,4)
Inflação global	2,1	3,0 (2,6)	2,3 (2,0)	2,0 (2,1)
Inflação subjacente	2,4	2,5 (2,3)	2,5 (2,2)	2,2 (2,1)

Notas: A inflação subjacente exclui energia e todos os alimentos. Entre parênteses, projeções anteriores (março de 2026).

BPI Research, 2026

e-mail: deef@bancobpi.pt

AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

A “Nota breve” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (DF-EEF) 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.