

Nota Breve 22/10/2026

Mercados financeiros · BCE pausa para apertar com o controlo**Reunião de 29 de outubro de 2026: o que esperamos?**

- **O BCE esperará até dezembro para voltar a subir as taxas.** A combinação de um choque energético mais persistente e incerto com dados de inflação subjacente relativamente benignos e uma atividade económica resiliente continua a favorecer um aperto monetário controlado. Assim, após o aumento das taxas de setembro, tudo aponta para taxas estáveis em outubro (*depo* em 2,50%) e um novo aumento em dezembro (*depo* em 2,75% com probabilidade descontada nos mercados de 90%).
- **O choque energético direto ganha força enquanto os dados mostram efeitos indiretos muito limitados:**
 - De acordo com os futuros mais recentes cotados nos mercados energéticos, o petróleo Brent e o gás TTF terão um preço médio em 2027 de cerca de \$90 por barril e €70 por MWh. Isto representa 15% e 60% mais do que o assumido pelo BCE nas suas previsões de setembro e, mecanicamente, pode levar a uma inflação da zona euro entre 4,0% e 4,5% no que resta de 2026 e início de 2027.
 - Com um cenário condicionado pela geopolítica entre os EUA e o Médio Oriente, e dada a incerteza sobre se a propagação energética acabará por ganhar força (ou não), esperamos que o BCE continue a apertar a política monetária, mas com cautela, sem alterar quaisquer caminhos futuros das taxas de juro e com a porta aberta para abrandar ou acelerar aumentos das taxas.
- **Além das taxas de referência, a França também centrará a atenção:**
 - O prémio de risco francês ultrapassou os 150 p.b. (algo que só aconteceu em semanas específicas da crise de 2010-12, quando atingiu o pico nos 190 p.b.), mas o contágio tem sido limitado. Espanha e Portugal continuam a ter prémios de risco próximos dos seus níveis mais baixos desde 2009, enquanto Itália, com um pouco mais de impacto, mantém um prémio relativamente baixo dado o seu histórico.
 - O BCE dispõe de instrumentos¹ para prevenir o contágio e o aperto injustificado das condições financeiras, mas as declarações do BCE sugerem que os níveis atuais do prémio de risco refletem os fundamentos de França: elevada dívida pública (quase 120% do PIB) e pouca perspetiva de corrigir o défice público (tem estado acima dos 5% há quatro anos contra menos de 2,5% em 2019), num contexto de baixo crescimento e taxas de juro mais elevadas.
- **É provável que o futuro de Lagarde também volte a ser discutido.** O seu mandato termina em outubro de 2027, mas continuam a surgir notícias que apontam para uma saída prematura. Os antigos governadores Knot (Países Baixos) e Cos (Espanha) são, por agora, os mais prováveis a substituí-la.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A energia elevou a inflação global para 3,8% em setembro:**
 - Com 18,9% em termos homólogos, a energia acrescentou mais de 1,5 p.p. para a inflação global. O impulso continua a ser muito mais forte nos combustíveis (32%) do que na eletricidade (9%). Excluindo energia, a inflação foi de 2,3%, enquanto a inflação subjacente (excluindo energia e alimentos) ficou nos 2,5%.

¹ Especificamente, o TPI (*Transmission Protection Instrument*) permite a compra, irrestrita e nos mercados secundários, da dívida pública de um país no caso de uma deterioração das condições financeiras que não seja justificada pelos seus fundamentos e que comprometa a transmissão da política monetária. O BCE pode ativá-lo com discricionariedade, mas deve validar critérios diferentes (incluindo a sustentabilidade fiscal).

- Indicadores alternativos de inflação subjacente: PCCI excluindo energia 2,2%, *trimmed mean* a 15% de 2,6%, *supercore* a 2,5% (dados de setembro)².
- **A atividade, de menos a mais:**
 - O PMI composto para a zona euro atingiu 53,1 pontos em setembro (o valor mais alto desde maio de 1999), com bons dados tanto na indústria transformadora como nos serviços (52,9 e 53,0 pontos, respetivamente) e apontando para uma atividade crescente nos quatro grandes países da região
 - As vendas a retalho cresceram 0,8% homólogo em agosto, enquanto a produção industrial contraiu 1,1%. O mercado de trabalho mantém uma taxa de desemprego baixa (6,4% em agosto), juntamente com elevados números de emprego e, no geral, os agregados familiares mantêm uma margem de poupança significativa (taxa de poupança de 14,2% no segundo trimestre de 2026).
 - Com tudo isto, os *trackers* de atividade apontam para um crescimento do PIB de cerca de 0,3% em termos trimestrais no 3T 2026 (um valor em linha com as previsões do BCE em setembro).
- **Os mercados endurecem as condições financeiras:**
 - Para além da subida dos preços do petróleo e gás, desde o final do verão os mercados bolsistas têm estado erráticos (o Stoxx EUR 600 perdeu quase 1% em relação ao final de agosto), o euro enfraqueceu para 1,12 dólares (contra 1,16) e as taxas de juro soberanas subiram acentuadamente (taxas a 10 anos +10 p.b. na Alemanha, +85 p.b. em França, Itália +45 p.b., e Espanha e Portugal +30 p.b.).
 - A Euribor a 12 meses está ligeiramente acima dos 3,2% (+100 p.b. 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 (entre 20 e 30 p.b.), para 3,8% para as empresas e 3,6% para agregados familiares em agosto, segundo indicadores compostos do BCE. Por sua vez, o volume de crédito ao setor privado acelerou para 4,3% em termos homólogos em agosto (vs 3,3% em dezembro).

Mensagens do BCE

- Desde a última reunião (11 de setembro), as declarações do BCE coincidiram em sinalizar um aperto controlado da política monetária, arrefecendo as expectativas de um movimento em outubro, mas reforçando a perspetiva de um aumento das taxas em dezembro.
- Lagarde indicou que "ainda não vemos efeitos indiretos ou de segunda ordem" nos preços e salários e reiterou que o BCE mantém uma estratégia de "resposta controlada" ao choque energético. Joachim Nagel (Alemanha) apontou para alguns aumentos adicionais das taxas ao explicar que "o trabalho ainda não está feito [...] e talvez precisemos de fazer um pouco mais", enquanto Isabel Schnabel enquadrou outubro como uma reunião para avaliar dados, notando que "os próximos meses darão uma imagem mais clara da [distribuição das] pressões sobre os preços".
- Também relevantes os comentários sobre a situação fiscal de França e a tensão do seu prémio de risco. O próprio governador do Banque de France (Emmanuel Moulin) sublinhou que "não estão reunidas as condições para a intervenção do BCE" e tanto ele como Lagarde apontaram para a responsabilidade de França em corrigir os seus desequilíbrios fiscais.

Perspetivas do BCE a médio prazo

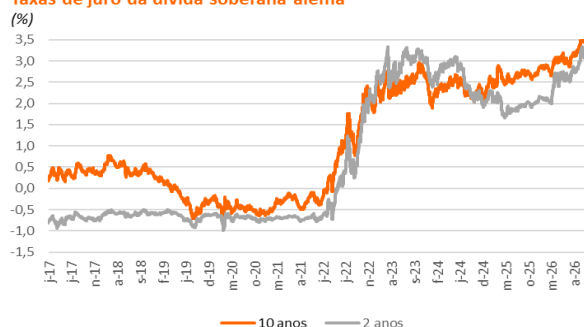
- Para além de 2026, a chave para o cenário é a propagação dos preços da energia em relação a outros preços. Se for contida, 2027 deverá ver a inflação descer e permitir ao BCE começar a aliviar as taxas. Este cenário é apoiado pelos dados (até agora a propagação energética tem sido muito limitada), uma procura resiliente mas não elevada e um mercado de trabalho menos pressionado (fatores que limitam a transmissão entre custos, preços finais e salários), bem como uma política monetária moderadamente restritiva e uma política fiscal pouco expansiva.

² 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.

- No entanto, quanto mais tempo durar o stress energético, maior a probabilidade da propagação ganhar intensidade e inércia face à inflação, o que favoreceria uma política monetária mais restritiva durante mais tempo.
- Com tudo isto, o nosso cenário central é que o BCE leve o *depo* a um pico de 3,00% na primavera de 2027, mas que possa começar a baixar as taxas antes do final do ano (uma projeção partilhada pelo consenso dos analistas). Por outro lado, os mercados estão a prever a taxa do *depo* a atingir 3,25% no verão de 2027 e a manter-se nesse nível durante muito tempo (pelo menos ao longo de 2028).

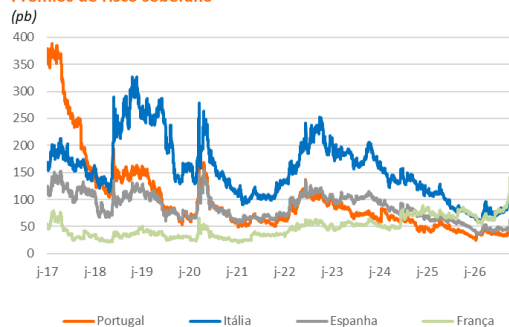
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



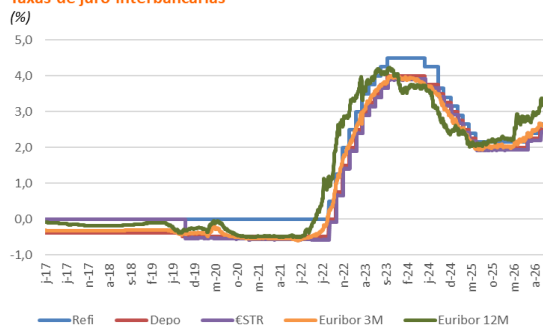
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



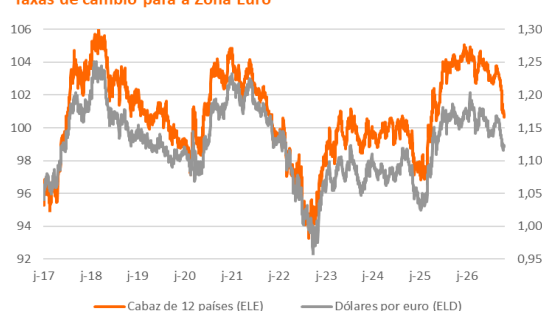
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



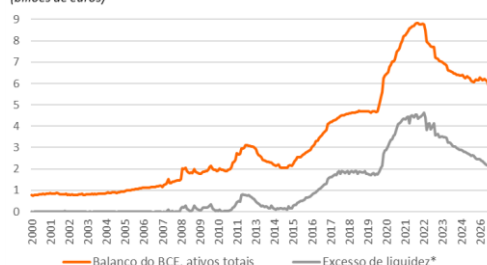
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a Zona Euro



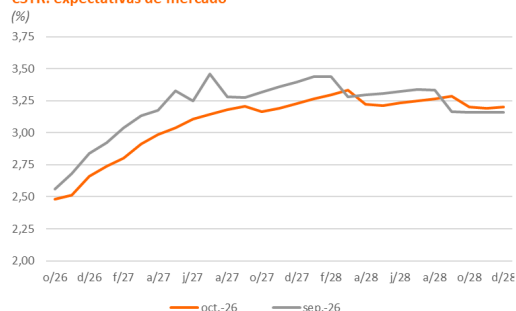
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez



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.

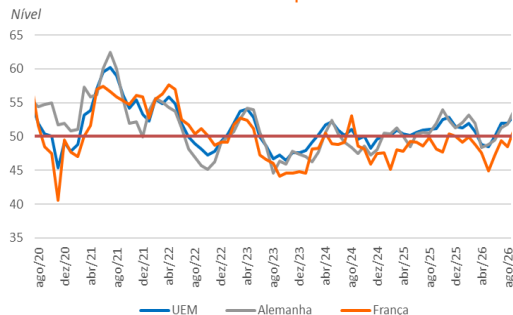
€STR: expectativas de mercado*



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



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

UEM: PIB

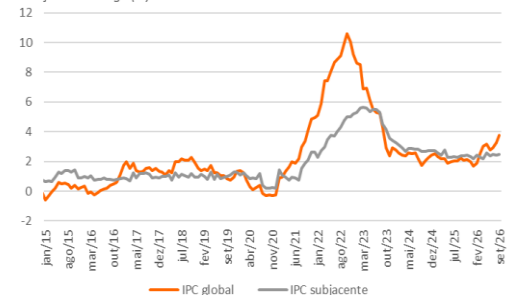
Varição Homóloga (%)



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 2026: cenário base

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

Notas: A inflação subjacente exclui energia e todos os alimentos. Entre parênteses, projeções anteriores (junho 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.