

Nota Breve 12/03/2026

Mercados Financeiros · O BCE está a reservar as suas opções caso a situação se agrave.**Reunião de 19 de março de 2026: o que esperamos**

- **Esperamos uma reunião intensa de análise e discussão, mas com pouca ação:** o BCE manterá a taxa de depósito em 2,00%, como mostram o preço do mercado (probabilidade de 98%) e se depreende de declarações do BCE.
- **O debate irá passar dos dados para as projeções.** Os dados pintam um quadro de uma zona euro sem alterações significativas, com a inflação na meta de 2% e atividade moderadamente dinâmica, mas a geopolítica acrescenta dois desenvolvimentos relevantes: a decisão do Supremo Tribunal dos EUA que anula grande parte das tarifas de Trump (e a resposta da Administração com uma tarifa global, mas temporária, 10%), e a intensificação do conflito no Médio Oriente, com os bombardeamentos dos EUA, Israel e Irão¹.
- **A decisão do Supremo Tribunal não altera o cenário de fundo da zona euro**, que terá de continuar a lidar com um nível semelhante de tarifas, embora as alterações nos instrumentos da administração Trump possam gerar volatilidade na situação relativa dos países nos próximos meses.
- **O conflito no Médio Oriente é um choque de oferta** que pode variar desde um reajuste de algumas décimas de ponto percentual nas projeções macroeconómicas da zona euro até um novo cenário estagflacionista. A chave é a duração e intensidade do conflito, que não só determinarão as repercussões diretas nos preços da energia, mas também a ativação (ou não) de mecanismos de transmissão indireta (condições financeiras, impacto noutros preços, efeitos de confiança, fluxos comerciais).
- **O conflito abalou o mercado com "fúria", e o desafio é destilar o caminho futuro dos preços da energia a partir do "ruído" que os preços sofreram.** A previsão média de preços para 2026, segundo futuros de referência europeus, oscilou entre 71 e 86 dólares para o petróleo Brent (um aumento de 5%-30% em comparação com o cotado há algumas semanas) e 39 e 56 € para o gás TTF (aumento de 25%-80%). A natureza inflacionária do choque aumenta o risco de um cenário com taxas de juro mais elevadas, mas a instabilidade dos futuros energéticos favorece que o BCE permaneça em suspenso a curto prazo.

Condições económicas e financeiras recentes**O cenário para a zona euro, moderadamente positivo antes do início do conflito no Médio Oriente:**

- **Inflação a 2%:**
 - Os dados mais recentes mostram uma inflação geral de 1,9% em fevereiro. A inflação subjacente é ligeiramente superior (2,4%), mas reflete em parte a volatilidade habitual no início do ano.
 - Além disso, a desaceleração salarial arrefece as pressões atrasadas sobre os preços mais intensivos em mão-de-obra (o *tracker* do BCE aponta para uma moderação salarial para 2,7% em dezembro de 2026).
- **Dinamismo moderado da atividade económica:**
 - O PIB cresceu 0,2% em cadeia no 4T 2025 e os primeiros indicadores de 2026 refletem a continuação da taxa de crescimento (PMI composto de 51,9 pontos em fevereiro contra 52,5 no 4T).

¹ O BCE apresentará novas projeções macroeconómicas, mas a data limite para incorporar dados é geralmente um mês antes da reunião, pelo que os pressupostos financeiros (preços da energia, prazos de taxa de juro, taxa de câmbio, etc.) corresponderão a meados de fevereiro (antes dos bombardeamentos). Também será necessário verificar até que ponto a alteração tarifária desencadeada pela decisão do Supremo Tribunal (foi a 20 de fevereiro) está incorporada.

- O mercado de trabalho mantém-se sólido (taxa de desemprego de 6,1% em janeiro, um mínimo histórico na série) e as famílias mantêm uma boa margem de poupança que pode suportar o consumo caso o sentimento melhore.
- O plano orçamental da Alemanha, que prevê um aumento do défice em 2026 superior a 1 p.p., incentiva uma certa revitalização de uma economia que, sendo a maior da zona euro (27%), tem estado entre as últimas posições do crescimento nos últimos anos (apenas à frente da Finlândia).
- **Condições financeiras estáveis em terreno neutro:**
 - As taxas de juro dos empréstimos a empresas e famílias europeias estabilizaram em pouco mais de 3%, enquanto os volumes de crédito aumentaram cerca de 3% em relação ao ano anterior.
 - Antes do stress desencadeado pelo conflito no Médio Oriente, os mercados financeiros europeus estavam otimistas, com os mercados bolsistas a subirem significativamente (Stoxx EUR 600 +7% entre o final de 2025 e 27 de fevereiro), prémios de risco periférico a atingirem mínimos de 2008 e o euro em 1,18 dólares.

O conflito no Médio Oriente gera um stress significativo e ameaça um *choque* inflacionista da oferta:²

- O petróleo Brent e o gás TTF estão a negociar a 95 dólares por barril e 50 euros por MWh (+30% e +60% desde os atentados de 28 de fevereiro) e os futuros apontam para preços durante todo o ano de 2026 em cerca de 10 dólares (petróleo) e 15 euros (gás) superiores aos de há algumas semanas. Além disso, a volatilidade destes preços é muito elevada (o Brent quase atingiu os \$120 e o gás ultrapassou os €65).
- Os mercados bolsistas sofreram quedas generalizadas (o Stoxx EUR 600 perdeu praticamente tudo o que ganhou no ano), as expectativas de inflação a curto prazo aumentaram, as taxas de juro soberanas europeias aumentaram cerca de 30 p.b. e o euro está perto de 1,15 dólares (-1,6%).
- A guerra alterou as expectativas de política monetária do mercado, com os investidores a abandonarem as suas perspetivas *dovish* e a começarem a prever a possibilidade de aumentos das taxas a partir do verão (hoje observam um aumento da taxa *depo* para 2,25% com uma probabilidade de 80% para o verão).
- Seguindo o caminho dos futuros energéticos mais recentes, o cenário para a zona euro enfraqueceria, mas não sofreria uma mudança profunda. O crescimento do PIB poderia ser algumas décimas inferior e a inflação sofreria uma recuperação temporária, sem necessariamente alterar a estratégia do BCE.
- Um cenário de preços da energia persistentemente mais altos ameaçaria perturbações significativas, tensões mais profundas nos mercados financeiros e efeitos negativos na inflação, podendo impulsionar uma reversão para decisões mais *hawkish* a nível monetário.

Mensagens do BCE

- Embora os mercados tenham reajustado a sua inclinação para o lado *hawkish* após a escalada do conflito no Médio Oriente, as últimas declarações do BCE mantiveram um tom cauteloso.
- Philip Lane descreveu a situação como um choque inflacionário e negativo para a atividade, mas sublinhou que o seu impacto dependerá da duração e intensidade do conflito.
- Nagel (Bundesbank) repetiu o diagnóstico de Lane e comentou que ainda é cedo para tirar conclusões de uma situação tão volátil enquanto, na mesma direção, Villeroy de Galhau (Banque de France) afirmou não ver razão para aumentar as taxas neste momento.
- Isabel Schnabel salientou que o BCE não deve preocupar-se com desvios em relação à inflação que sejam transitórios, pequenos e com expectativas de inflação ancoradas. No entanto, também argumentou que a robustez do mercado de trabalho, os fatores estruturais (envelhecimento, menor imigração, desajuste de competências) e os planos de expansão fiscal acentuam os riscos inflacionários perante um novo choque.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- Seguindo o percurso dos atuais futuros energéticos, acreditamos que o BCE irá manter as taxas nos 2,00% até ter maior visibilidade sobre o impacto do conflito no Médio Oriente. O aumento da inflação seria

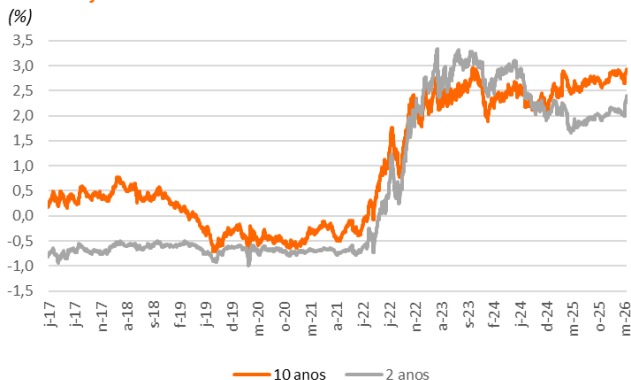
² O Irão é o quarto maior produtor mundial de petróleo, com as segundas maiores reservas de gás natural e de facto fechou o Estreito de Ormuz (a passagem de 20% do comércio energético marítimo).

transitório e amortecido por uma atividade moderada com pressões descendentes (redireccionamento comercial da China, valorização passada do euro, previsões de inflação do BCE abaixo dos 2% para 2026-27). E embora pudesse haver ajustes, estes seriam mais para "afinar" a posição do que para mudar de cenário.

- Se o choque persistir fortemente, poderá forçar uma viragem agressiva na política monetária. A magnitude da reviravolta deve equilibrar o impacto direto da inflação com a sua transmissão indireta, os fatores atenuantes do ponto de partida (política monetária neutra, pressões desinflacionistas globais, maior resiliência energética na UE), fraqueza da atividade e a inércia remanescente da última crise inflacionária.
- Por outro lado, estas alterações não devem interferir com a redução do balanço do BCE, que esperamos que continue gradualmente e de forma passiva com a redução das carteiras do APP e do PEPP (sem reinvestimentos). 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 menos líquido).

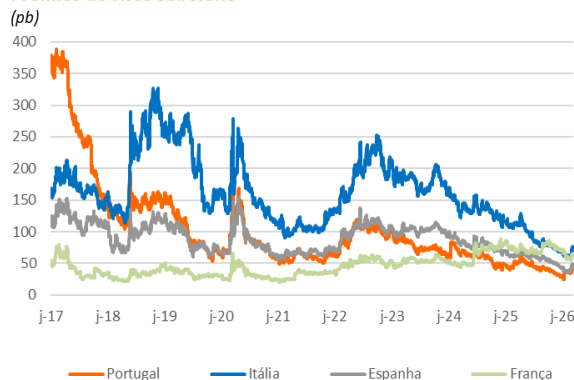
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



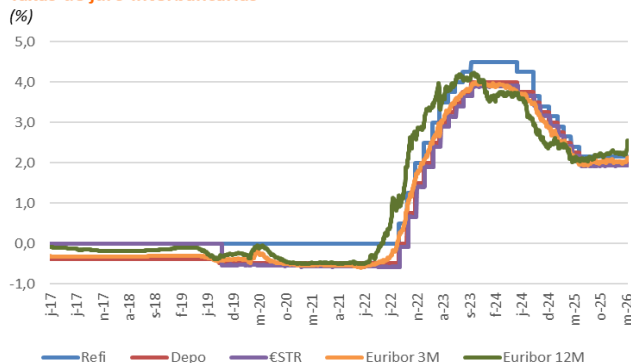
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



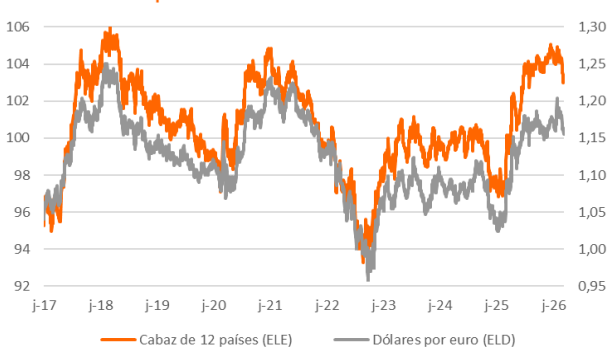
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

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.

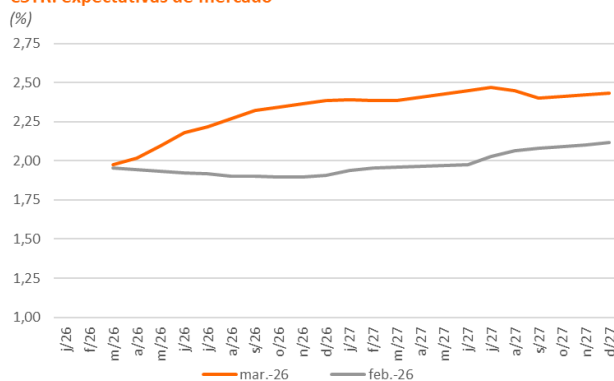
Balanço do BCE e liquidez



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

€STR: expectativas de mercado*



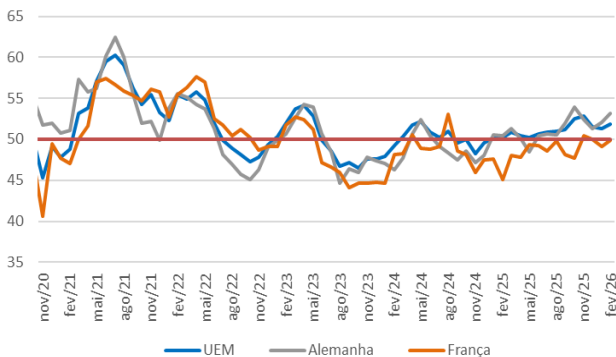
Nota: *Forwards para taxa de juro overnight da Zona Euro.

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

Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto

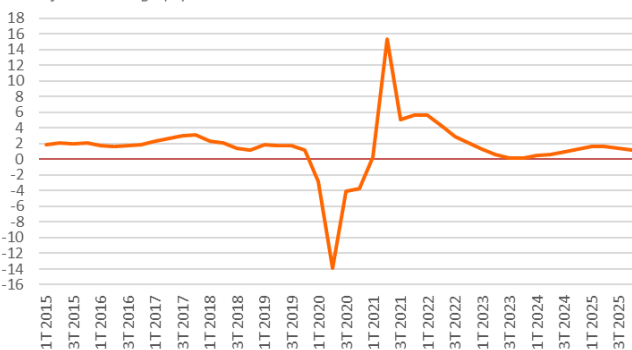
Nível



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

UEM: PIB

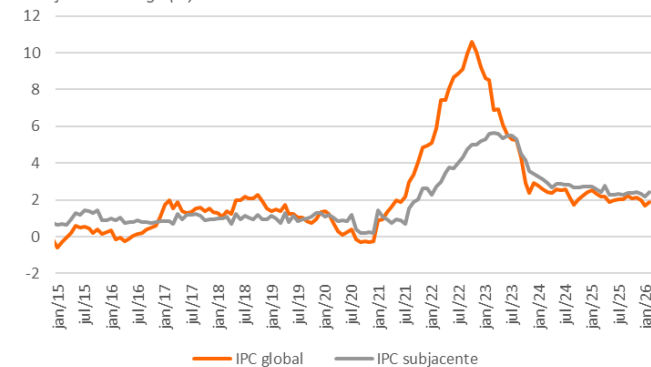
Variação Homóloga (%)



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 dezembro de 2025

	2024	2025	2026	2027	2028
Crescimento do PIB	0,9	1,4 (1,2)	1,2 (1,0)	1,4 (1,3)	1,4
Inflação global	2,4	2,1 (2,1)	1,9 (1,7)	1,8 (1,9)	2,0
Inflação subjacente	2,8	2,4 (2,4)	2,2 (1,9)	1,9 (1,8)	2,0
Custos unitários do trabalho	4,6	3,3 (2,8)	2,6 (2,2)	2,0 (1,9)	2,1
Remuneração por trabalhador	4,5	4,0 (3,4)	3,2 (2,7)	2,9 (2,7)	3,0

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

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 (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.