

Nota Breve 29/01/2026

## Mercados Financeiros · O BCE está a reservar as suas opções caso a situação se agrave.

### Reunião de 5 de fevereiro de 2026: o que esperamos

- **O BCE irá manter as taxas de juro (depo em 2,00%) e reforçará a mensagem de que não pretende "hipercalibrar" a política monetária em resposta a pequenas variações nos dados.** Ao mesmo tempo, reiterará a sua estratégia de chegar a cada reunião com todas as opções em cima da mesa e de basear as decisões nos dados e no panorama económico.
- **O BCE beneficia de uma inflação dentro da meta, de uma atividade económica resiliente e de uma calibração "neutra" da política monetária** (ou seja, taxas de juro que não estimulam nem restringem a economia). A combinação destes três pilares com um ambiente internacional incerto (particularmente no que diz respeito à geopolítica) sustenta uma estratégia de "esperar para ver", uma vez que o equilíbrio de riscos se tornou mais equilibrado nos últimos trimestres:
  - **Existem ameaças que podem exigir um relaxamento monetário:** uma desaceleração económica a nível global, desinflação importada devido à apreciação da taxa de câmbio ou ao redirecionamento das exportações chinesas, mudanças no sentimento dos investidores, etc.
  - **No entanto, existem riscos que podem exigir restrição monetária:** inércia em certas componentes da inflação (nomeadamente nos serviços), interrupções nas cadeias de abastecimento globais devido ao aumento das barreiras comerciais, estímulo fiscal na Alemanha e aumento dos gastos com defesa, etc.
- Enquanto esses riscos persistirem, **a Zona Euro poderá encarar 2026 com uma perspetiva um pouco mais positiva, facilitando ao BCE a manutenção de uma política monetária estável.** Nesse sentido, os mercados descontam a manutenção da *depo* em 2,00% pelo BCE ao longo de 2026, embora ainda mantenham um certo viés pessimista (atribuindo probabilidade entre 15%-25% a um corte de 25 p.b. no segundo semestre do ano).

### Condições económicas e financeiras recentes

- **Inflação de 2% e com riscos mais equilibrados:**
  - Em 2025, a inflação global foi de 2,1% e a inflação subjacente de 2,4%, caindo para 1,9% e 2,3%, respetivamente, em dezembro. Os indicadores alternativos refletem pressões subjacentes muito próximas de 2% (em dezembro: PCCI = 2,1%; supercore = 2,4% e *trimmed mean* 15% = 2,0%).
  - Por trás da normalização da inflação global, a dispersão entre as componentes reflete a variedade de riscos que cercam o cenário: da inércia dos serviços (3,4% em dezembro, embora a mostrar sinais de moderação nos salários) à baixa inflação de bens (sujeita a riscos de rutura tarifária e redirecionamento do comércio), bem como os alimentos e a sua sensibilidade a eventos climáticos extremos.
  - Os dados relativos aos salários refletem uma desaceleração: o *tracker* da Indeed.com caiu para 2,5% em dezembro, compensação por colaborador caiu para 1,9% no 3T e o *tracker* do BCE aponta para 2,3% em 2026.
- **A atividade apresenta dinamismo moderado:**
  - Os indicadores sugerem que o PIB terá crescido entre 0,2% e 0,3% no 4T 2025 em cadeia. O consenso dos analistas aponta para um crescimento de 1,4% para o total de 2025 (+0,5 p.p. em relação a 2024).
  - Os primeiros dados relativos a 2026 apontam para um crescimento moderado. Em janeiro, o indicador de confiança dos consumidores subiu para -12,4 pontos, o melhor resultado dos últimos 11 meses, mas ainda abaixo de sua média histórica. O PMI composto permaneceu estável em 51,5 pontos, refletindo uma melhoria no setor das manufaturas (49,4) e uma perda de fôlego no setor dos serviços (51,9). Por país, a Alemanha destacou-se ao ter melhorado o indicador (52,5),

esperando-se uma revigorização da economia em 2026 (passando de um crescimento do PIB de 0,2% em 2025 para uma previsão do consenso de 1,0% em 2026).

- O mercado de trabalho permanece robusto, com a taxa de desemprego a fixar-se em 6,3% em novembro, enquanto as famílias mantêm uma elevada taxa de poupança (15,1% no 3T).
- **As condições financeiras estabilizam em território neutro:**
  - As taxas de juro de empréstimos concedidos a empresas e famílias estabilizaram (de acordo com dados do BCE, em novembro localizaram-se entre 3,5% e 3,3%, respetivamente, 180 e 70 p.b. abaixo do pico de 2023), e nas últimas semanas a Euribor a 12 meses tem oscilado em torno de 2,25% (cerca de 30 p.b. abaixo de janeiro de 2025). Enquanto isso, o crédito concedido a famílias e empresas acelerou para 2,9% e 3,1% em novembro, em comparação com o mesmo período do ano anterior (dados do BCE para a Zona Euro como um todo).
  - Os mercados financeiros mantiveram um tom positivo desde a última reunião do BCE (18 de dezembro), embora com alguma volatilidade. No geral, os mercados acionistas apresentaram ganhos generalizados (Stoxx EUR 600: +3%), enquanto as taxas de juros dos títulos do Tesouro alemães permaneceram relativamente estáveis e as da periferia da Zona Euro diminuíram (com os seus prémios de risco a atingir os níveis mais baixos desde 2008).
  - Diante de uma sucessão de eventos geopolíticos (Venezuela, Irão, Gronelândia) e tensões entre o governo liderado por Trump e a Reserva Federal dos EUA, o euro valorizou-se cerca de 2% em relação ao dólar (e também em relação a um amplo cabaz de moedas, mas de forma muito mais moderada), enquanto os preços da energia subiram (o Brent ultrapassou os 65 dólares nas últimas sessões e o gás TTF chegou perto de 40 euros, também impulsionado por um inverno rigoroso).

## Mensagens do BCE

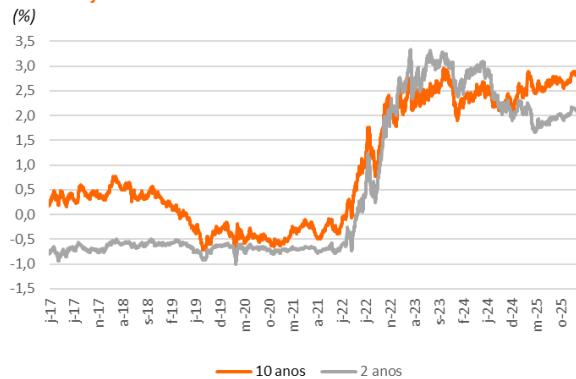
- As declarações de vários membros do BCE têm sido mais equilibradas nas últimas semanas, indicando que a política monetária já está bem calibrada, mas reiterando a necessidade de se concentrar num cenário de risco exigente e enfatizando a capacidade de agir rapidamente caso o cenário se altere.
- A título de exemplo, Isabel Schnabel (que tinha adotado um tom mais agressivo no outono) indicou há algumas semanas que não se devem esperar subidas das taxas de juro neste momento. Da mesma forma, Santos Pereira (Banco de Portugal) afirmou que, caso a dinâmica da inflação se mantenha como está, não há razão para reajustar a política monetária.
- Por sua vez, Villeroy de Galhau (Banco de França) descreveu recentemente um cenário de inflação rodeado tanto de riscos que podem originar subidas nas taxas de juro (interrupções no fornecimento internacional devido a tarifas) como de riscos que resultem em descidas (valorização do euro).

## Perspetivas do BCE a médio prazo

- A nossa previsão central é de que o BCE irá manter a *depo* inalterada em 2,00% (um nível que consideramos neutro) nos próximos trimestres. O BCE tem a margem de segurança da inflação dentro de sua meta, e suas perspetivas são rodeadas por riscos tanto de queda quanto de alta, o que favorece a opção de aguardar e reajustar a sua política monetária somente diante de mudanças substanciais no ambiente económico.
- Por outro lado, o BCE continuará a diminuir o seu balanço com a redução passiva das carteiras de APP e PEPP (sem reinvestimentos), um processo gradual que não impedirá a abundância de liquidez nos próximos trimestres. Em 2026, o BCE irá iniciar uma revisão dos parâmetros de seu quadro operacional (um quadro renovado em 2024) para gerir a transição para um ambiente de liquidez menos abundante).

## Indicadores de condições financeiras

## Taxes de juro da dívida soberana alemã



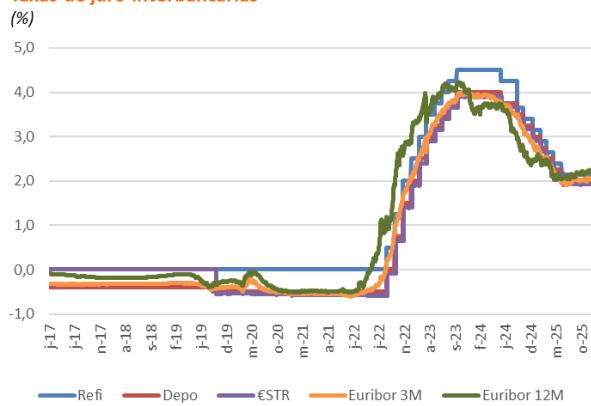
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

## Prémios de risco soberano



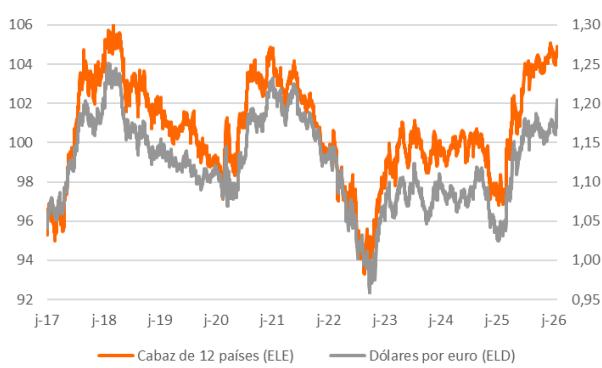
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

## Taxes de juro interbancárias



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

## Taxes de câmbio para a Zona Euro

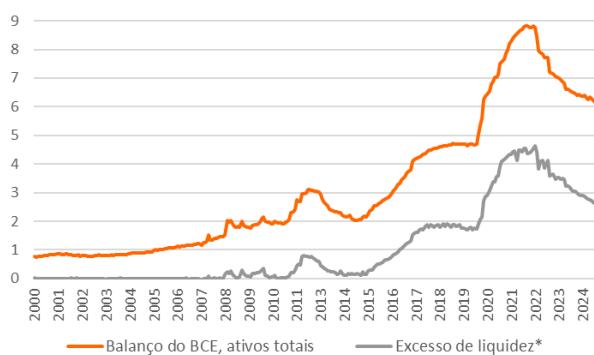


Nota: \*Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).

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

## Balanço do BCE e liquidez

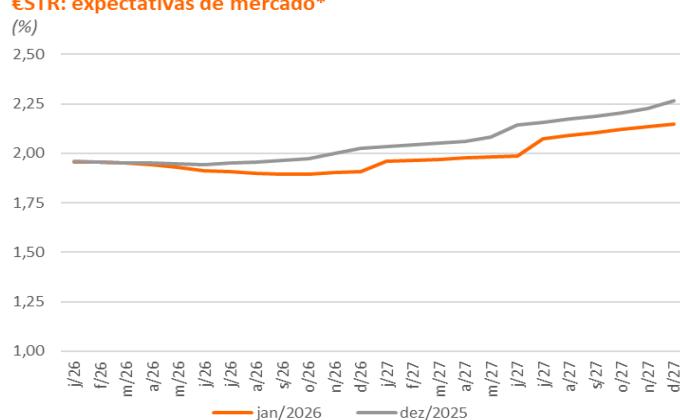
(biliões de euros)



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\*

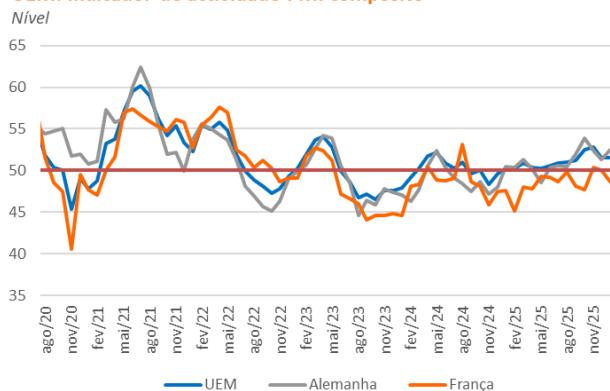


Nota: \*Forwards para taxa de juro overnight da Zona Euro.

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

## Indicadores de condições económicas

## UEM: Indicador de actividade PMI compósito



## UEM: PIB

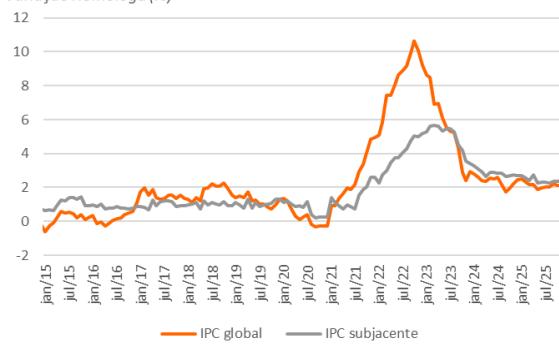
Variação Homóloga (%)



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

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

BPI Research, 2026

 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.