

Nota Breve 05/06/2026

Mercados financeiros · BCE: melhor prevenir do que curar**Reunião de 11 de junho de 2026: o que esperamos?**

- **Com alta probabilidade, o BCE irá aumentar as taxas em 25 p.b.** (*depo* a 2,25%; isto é sugerido por praticamente todas as declarações recentes do BCE e os mercados estão a descontá-lo com uma probabilidade superior a 95%). Este será o primeiro passo desde que a *depo* foi reduzida para 2,00% em junho de 2025 e concluiu o ciclo monetário em torno da crise inflacionista da Ucrânia.
- **O aumento das taxas é uma medida preventiva desencadeada pelo conflito no Médio Oriente.** O BCE não pode contrariar o efeito direto que os preços mais elevados da energia têm na inflação, mas quer evitar que o impacto se espalhe para os restantes preços do cabaz do consumidor (efeitos indiretos e de segunda ordem).
- **Os efeitos indiretos e de segunda ordem devem ser mitigados pela ausência de desequilíbrios significativos** entre a oferta e a procura agregadas (como ilustrado pelas estimativas modestas do PIB da Zona Euro), além da deterioração da confiança empresarial e dos consumidores que, como resultado do conflito no Médio Oriente, é captada pelos indicadores mais recentes. Por outro lado, o prolongamento do conflito, um maior *stress* energético e/ou a influência nas expectativas de inflação da memória recente da crise inflacionista na Ucrânia geram riscos de maior propagação.
- **No nosso cenário base**, com efeitos diretos de inflação relevantes (mas não severos) e uma propagação limitada (esperamos que a inflação na Zona Euro seja ligeiramente superior a 3% em 2026 e que diminua gradualmente em 2027), e com um impacto moderado na atividade económica, **o BCE deverá ser capaz de enfrentar a situação com um aperto controlado da política monetária:**
 - A nossa previsão é de que a *depo* suba para 2,50% em 2026 e se mantenha nesse nível durante alguns trimestres, até ao final de 2027, quando a queda da inflação permitir ao BCE normalizar as taxas.
 - Os mercados financeiros apostam entre dois a três aumentos de taxas em 2026 e uma *depo* estável de 2,75% ao longo de 2027.

Condições económicas e financeiras recentes**O conflito no Médio Oriente eleva a inflação e deprime a confiança e as perspetivas de atividade na Zona Euro:**

- **A inflação subiu para 3,2% em maio:**
 - A energia acrescentou 1 p.p. à inflação global em abril e maio. Além disso, os primeiros efeitos indiretos do choque energético começaram possivelmente a ser visíveis na inflação subjacente, que subiu para 2,5% em maio, e nos serviços a recuperarem para 3,5% (máximos de 13 e 6 meses, respetivamente).
 - Para 2026 como um todo, projetamos que preços mais elevados da energia adicionem quase 1 p.p. ao IHPC global para o ano como um todo, deixando a inflação nos 3,1%. A propagação para o resto dos preços do cabaz deve ser limitada pela moderação na procura, pelo aperto da política monetária e pela elevada incerteza.
- **A atividade arrefece:**
 - O PIB cresceu 0,1% em cadeia no 1T, com um desempenho moderado do consumo das famílias e do investimento empresarial segundo dados nacionais (ambos estagnaram ou contraíram na

Alemanha e França e abrandaram em Espanha, enquanto em Itália conseguiram ganhar dinamismo).

- Os indicadores mais recentes sofreram um revés devido ao conflito no Médio Oriente e apontam para um PIB fraco no 2T. O PMI composto da Zona Euro encontra-se em território contracionista (48,2 pontos em média em abril e maio), o índice de sentimento económico (ISE) caiu quase 6 pontos desde janeiro (a maior queda em tão pouco tempo desde 2022) e, em dados concretos, as vendas a retalho estão a arrefecer (1,2% homólogo em março contra 2,0% em dezembro) e a produção industrial está a cair (-2,1% homólogo em março contra 1,9% em dezembro).
- O mercado de trabalho continua a providenciar um suporte de apoio, com o desemprego baixo (6,3% em abril), e os agregados familiares mantêm uma boa margem de poupança para suavizar o impacto da inflação (taxa de poupança de 14,4% no 4T 2025).

As taxas de juro conduzem um aperto contido nas condições financeiras:

- As *yields* soberanas da Alemanha consolidaram-se entre 60 e 40 p.b. acima dos níveis pré-conflito, enquanto os prémios de risco continuam a deixar os picos de maior pressão e mantêm-se contidos: Espanha e Portugal perto dos níveis mais baixos desde 2008 e França e Itália cerca de 5 p.b. abaixo e acima, respetivamente, a partir dos níveis no início do ano.
- Os mercados acionistas europeus recuperaram a maior parte do que foi perdido após o início da guerra e mantêm-se em território positivo no acumulado do ano (o Stoxx 600 subiu 5% no ano).
- A taxa de câmbio do euro mantém-se um pouco mais depreciada do que antes do conflito, negociando em cerca de 1,16 dólares (contra 1,18 dólares no final de fevereiro). De forma semelhante, a taxa de câmbio efetiva enfraqueceu 1% em relação aos níveis pré-guerra.
- As taxas de juro dos empréstimos a empresas e famílias europeias mantêm-se estáveis em torno dos 3,5% (em março de 2026, 3,6% para as empresas e 3,4% para os agregados familiares, segundo indicadores compostos do BCE). Por sua vez, o crédito ao setor privado cresceu 3,5% homólogo em abril.
- A Euribor a 12 meses situa-se em cerca de 2,8% nas últimas semanas (+70 p.b. homólogo), impulsionada pelas expectativas de aumentos das taxas pelo BCE nos próximos trimestres.
- O mais recente inquérito aos empréstimos bancários mostra um aperto das condições financeiras até agora em 2026, tanto devido a padrões de crédito mais rígidos como à menor procura.

Mensagens do BCE

- A comunicação do BCE nas últimas semanas consolidou a perspetiva de um aumento de 25 p.b. nas taxas a 11 de junho, embora sem se comprometer com novos movimentos nos próximos meses.
- Especificamente, Philip Lane sugeriu o desejo de aumentar as taxas ao indicar que a evolução do conflito no Médio Oriente está a afastar a Zona Euro de cenários de "impacto benigno" e antecipando que a inflação acabará por ser superior à prevista atualmente pelo BCE. Explicitamente, Isabel Schnabel afirmou que vê como necessária uma subida das taxas na próxima reunião.
- No mesmo sentido, Fabio Panetta (Banca d'Italia) salientou que a perspetiva aponta para "a necessidade de recalibrar a política monetária para contrariar o risco de tensões inflacionistas persistentes". Por sua vez, Álvaro Santos Pereira (Banco de Portugal) sublinhou a sua preferência por "agir mais cedo do que tarde" e evitar "efeitos de segunda ordem" sobre a inflação.

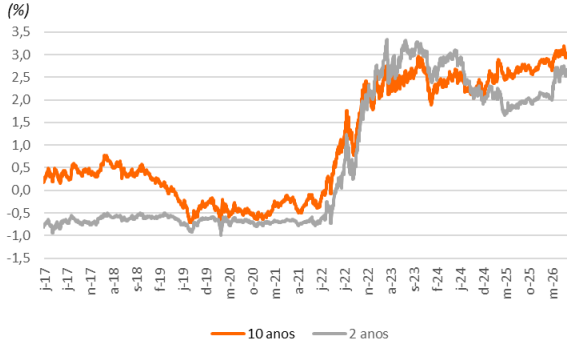
Perspetivas do BCE a médio prazo

- Os futuros sobre a energia descontados nas últimas semanas sugerem um impacto direto relevante (mas não severo) e transitório na inflação na Zona Euro: poderá acrescentar cerca de 1 p.p. e situar a inflação média em 2026 em torno dos 3%. A diminuição do impacto direto da energia faria a inflação regressar a 2% de forma relativamente rápida se o choque não ativasse mecanismos indiretos.
- Neste cenário, poderíamos esperar um aperto moderado da política monetária do BCE, semelhante aos 50 p.b. dos aumentos de taxas descontados nos mercados (*depo* de 2,00% hoje para 2,50% no final de 2026), e que poderia ser revertido ao longo de 2027 se não houver inércia que atrase a normalização da

inflação. Se o choque persistir com intensidade (seja devido à evolução do próprio conflito ou devido aos danos estruturais gerados na infraestrutura energética), pode forçar um direcionamento *hawkish* mais relevante.

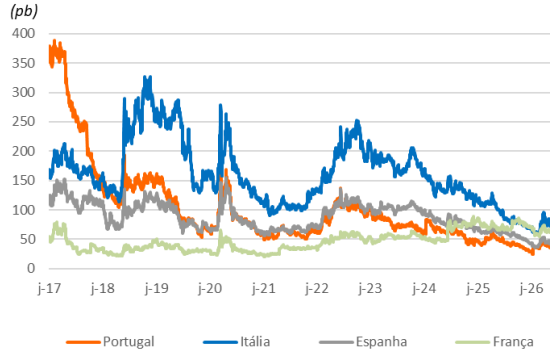
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



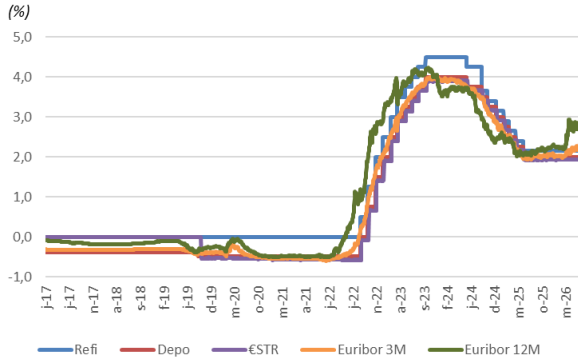
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



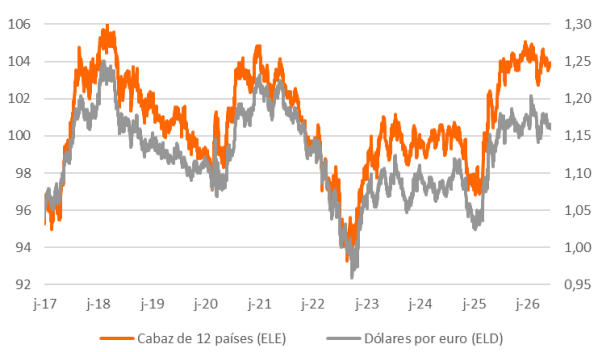
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



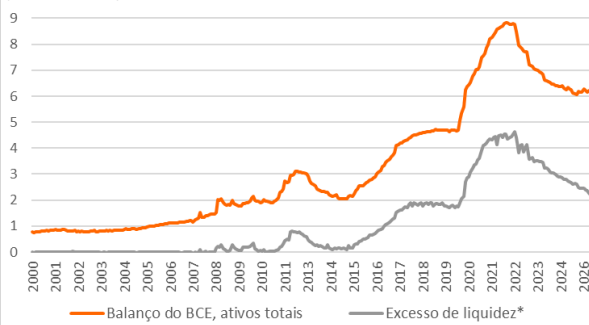
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a Zona Euro



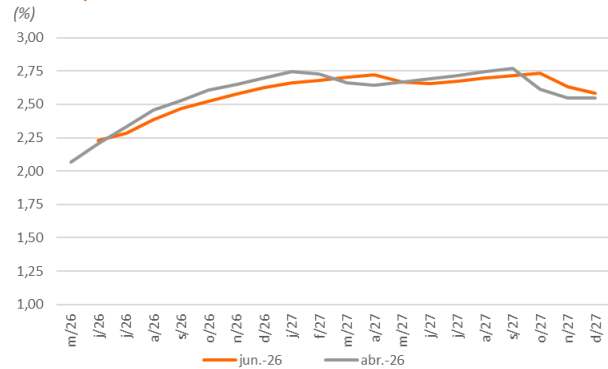
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisãs (100=1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

Balanço do BCE e liquidez
(bilhões 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 da BCE.

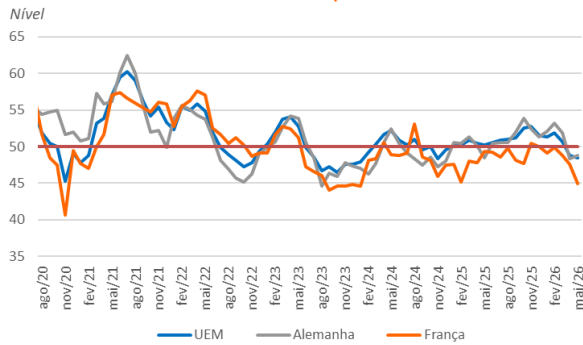
€STR: expectativas de mercado*



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

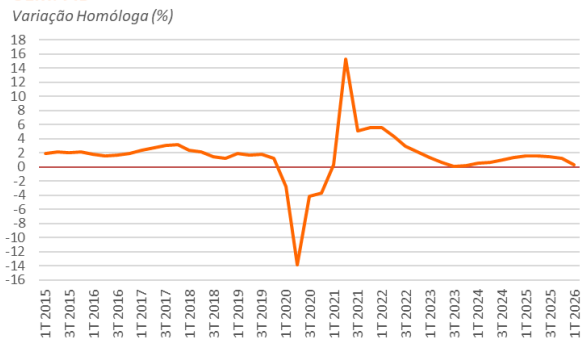
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto



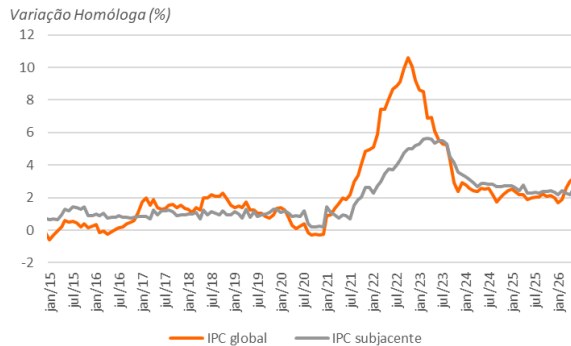
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

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 março de 2026: cenário base

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

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