

Nota Breve 17/07/2026

Mercados financeiros · A espera incómoda do BCE**Reunião de 23 de julho de 2026: o que esperamos?**

- **O BCE não irá alterar as taxas**, mantendo a *depo* nos 2,25% (os mercados descontam-na com uma probabilidade superior a 90%) e a aguardar mais informações para decidir se vai aumentar as taxas de juro em setembro.
- **O conflito no Médio Oriente coloca o BCE numa posição desconfortável**: constitui um choque de oferta que gera inflação (com impacto direto através dos preços globais da energia que o BCE dificilmente consegue combater), pesa sobre a atividade e segue uma evolução volátil sujeita à elevada incerteza geopolítica.
- **A incerteza define o ritmo**:
 - Em menos de um mês, o petróleo fez uma viagem de ida e volta, descendo de 90 dólares para praticamente 70 dólares por barril de petróleo Brent após o acordo estabelecido entre os EUA e o Irão, recuperando de seguida para 85 dólares após o rompimento da trégua militar na última semana. Isto ilustra a fragilidade de um cenário que depende da geopolítica, mas também a rápida propensão para o arrefecimento dos preços da energia se o conflito for amenizado.
 - As expectativas dos mercados para o BCE seguiram um percurso semelhante: atingiram o fundo no início de julho, quando os mercados ponderavam que o aperto monetário poderia manter-se num único aumento (aquele que levou a *depo* para 2,25% em junho), no entanto nas sessões mais recentes voltaram a apontar para dois aumentos adicionais (no dia de hoje descontam uma *depo* de 2,75% com probabilidade de 100% até meados de 2027).
 - No entanto, os dados económicos mais recentes da Zona Euro aliviam a pressão sobre o BCE: os dados da inflação refletem pressões subjacentes moderadas, as expectativas inflacionistas voltaram a cair e a atividade está a crescer de forma modesta, num equilíbrio entre a fraqueza dos indicadores de sentimento e a resiliência de diferentes dados de atividade real (*hard*).
- **A chave para o BCE é avaliar se o colapso da trégua no Médio Oriente faz parte dos altos e baixos de um acordo que já se esperava ser frágil**, ou se realmente desloca a economia do cenário. Perante este dilema, na reunião de 23 de julho, tudo aponta para uma "espera cautelosa" por parte do BCE.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação ainda se aproxima dos 3%, essencialmente devido ao aumento dos preços da energia**:
 - A inflação global fixou-se em 2,8% em termos homólogos em junho, abaixo dos 3%, mas ainda fortemente influenciada pela energia (este componente acrescentou 0,8 p.p. à inflação global).
 - A inflação subjacente situou-se nos 2,4% em junho, o mesmo valor de fevereiro (antes do conflito), o que sugere que os efeitos indiretos do aumento dos preços da energia são, até agora, limitados.¹
 - Alguns indicadores alternativos para pressões de preços subjacentes ainda estão demasiado longe dos 2% (*trimmed mean* a 15% nos 2,5%, *supercore* nos 2,6%), mas o PCCI, excluindo energia (que possui melhor poder preditivo segundo o próprio BCE) foi apenas 2,1% em maio.²
- **A atividade transmite sinais mistos**:
 - Indicadores *soft* enfraqueceram no 2T, sofrendo os danos ao sentimento gerados pelo conflito no Médio Oriente. O PMI Composto da Zona Euro caiu para 49,1 pontos na média do 2T (embora em

¹ Consultar "Inflação europeia: uma análise aprofundada do choque no Médio Oriente" no IM de julho-agosto de 2026.

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.

junho tenha recuperado para 50,0 pontos, o que delimita a expansão da contração) e o Índice de Sentimento Económico (ISE) registou o seu pior trimestre desde o final de 2023.

- Entre os indicadores de atividade real (*hard*), destacaram-se a aceleração das vendas a retalho (+1,6% homólogo em maio) e o registo de veículos novos (+7,0% homólogo em maio, praticamente o melhor valor em três trimestres). Por outro lado, a produção industrial manteve-se fraca (-1,2% homólogo em maio).
- Com tudo isto, os dados sugerem que o PIB continua a crescer a ritmos moderados (o consensus dos analistas estima um crescimento de +0,2% em cadeia no 2T 2026 e projeta o mesmo avanço para o 3T).
- O mercado de trabalho mantém-se resiliente, com o desemprego reduzido (6,2% em maio), e as famílias mantêm uma boa margem de poupança para suavizar o impacto da inflação (taxa de poupança de 14,3% no 1T 2026).
- **Há um aperto contido das condições financeiras:**
 - As *yields* soberanas da Alemanha estão entre 50 e 70 p.b. acima dos seus níveis pré-conflito, enquanto os prémios de risco mantêm-se contidos: Espanha e Portugal, abaixo dos 50 p.b. (perto do seu nível mais baixo desde 2008) e França e Itália, cerca de 80 p.b. (10 p.b. acima dos seus níveis no início do ano).
 - Até ao momento os mercados acionistas europeus acumularam avanços notáveis em 2026 (Stoxx EUR 600: +8%), impulsionados especialmente pela periferia (IBEX35 e PSI20 perto de +10% no ano), enquanto os índices de França e da Alemanha ainda não recuperaram todas as perdas sofridas após o início dos bombardeamentos entre o Irão, os EUA e Israel.
 - A Euribor a 12 meses tem-se cifrado em torno dos 2,9% nas últimas semanas (+80 p.b. em relação ao ano anterior), impulsionada pelas expectativas de taxas do BCE.
 - As taxas de juro dos empréstimos a empresas e agregados europeus mantêm-se estáveis em torno dos 3,5% (3,6% para empresas e 3,5% para agregados familiares em maio, segundo indicadores compostos do BCE). Por sua vez, o volume de crédito ao setor privado acelerou para 3,9% em termos homólogos em maio.

Mensagens do BCE

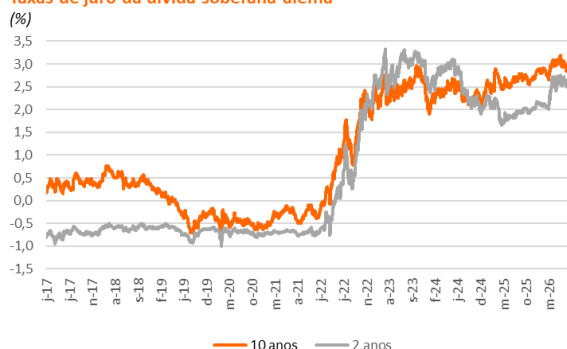
- A comunicação do BCE nas últimas semanas manteve um tom cautelosamente *hawkish*.
- Dada a volatilidade do ambiente geopolítico em geral e as perspetivas futuras para os preços da energia em particular, o BCE continua a recordar a necessidade de uma estratégia de "ir reunião a reunião" com todas as opções sobre a mesa. Por exemplo, Nagel (Bundesbank) afirmou que não quer "especular sobre o próximo passo do BCE" dada "a incerteza dos tempos".
- A maior propensão da conjuntura para sofrer choques de oferta também continuou a suportar mensagens a favor de uma política monetária um pouco mais restritiva. Assim, Schnabel (Conselho de Administração) sublinhou que o acordo entre os EUA e o Irão "é frágil" e não coloca a economia mundial no ponto de partida, mas que "os mercados continuam a apontar para preços [da energia] mais elevados em horizontes longos".
- No entanto, outros membros têm sido mais cautelosos. Na verdade, o próprio Nagel disse esta semana que vê as taxas de juro atuais em níveis "adequados" e que "é aconselhável reagir com cautela".

Perspetivas do BCE a médio prazo

- Os futuros energéticos sugerem que o conflito no Médio Oriente terá um impacto direto relevante (mas não severo) e transitório na inflação da Zona Euro: seria à volta dos 3% em média em 2026, mas a diminuição do impacto energético direto faria a inflação regressar rapidamente aos 2% se o choque não ativar mecanismos indiretos (a duração do *stress* energético, tanto devido ao próprio conflito como às consequências que pode ter no mercado, é fundamental para a ativação ou não destes mecanismos).
- Neste cenário, pode esperar-se um aperto moderado da política monetária do BCE, que poderá ser revertido ao longo de 2027 se não houver inércia que atrase a normalização da inflação.

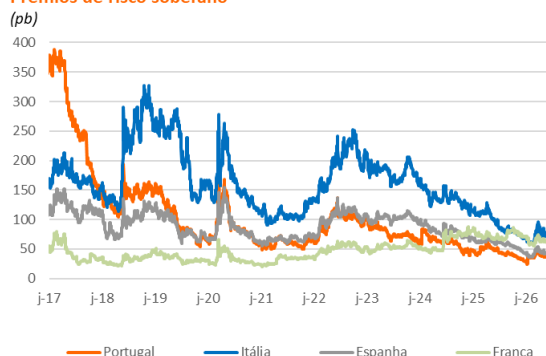
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



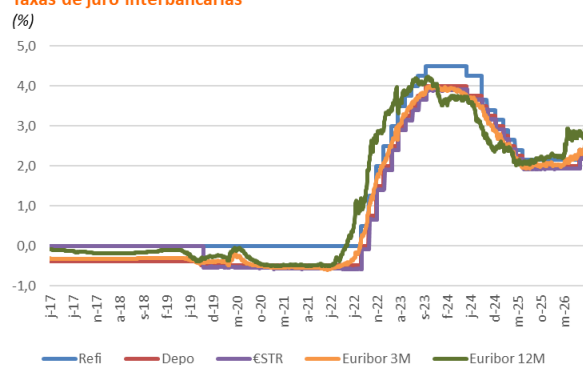
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



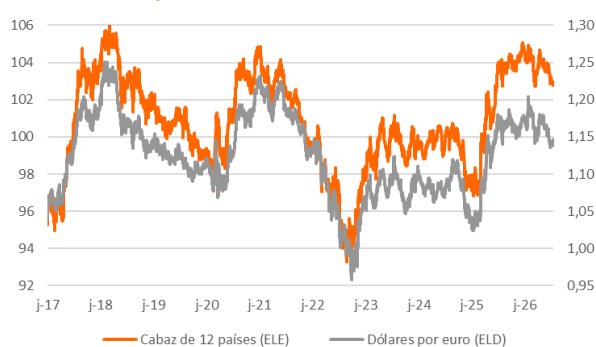
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



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

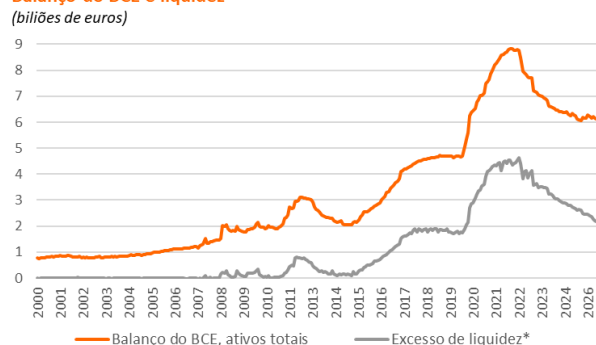
Taxas de câmbio para a Zona Euro



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

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

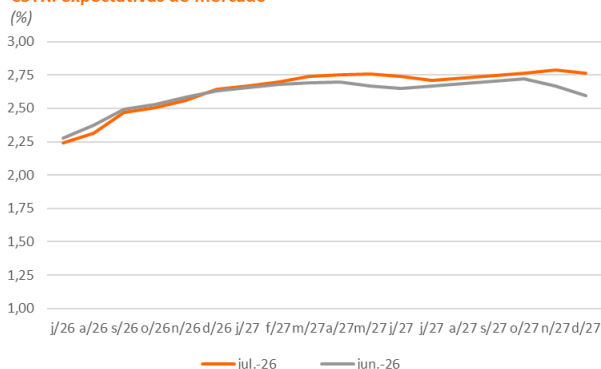
Balanço do BCE e liquidez



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*

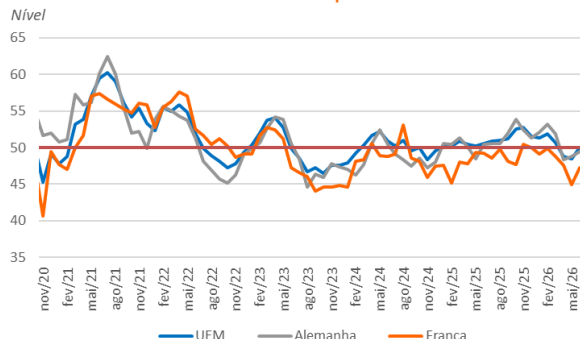


Nota: *Forwards para taxa de juro overnight da Zona Euro.

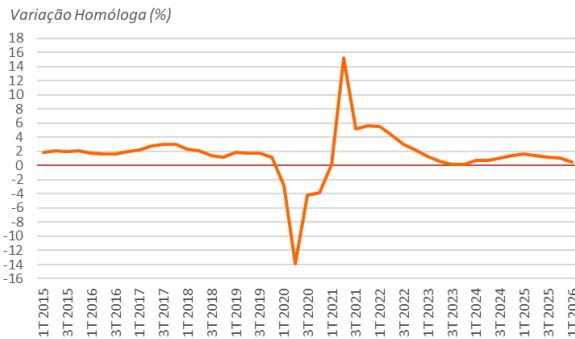
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Indicadores de condições económicas

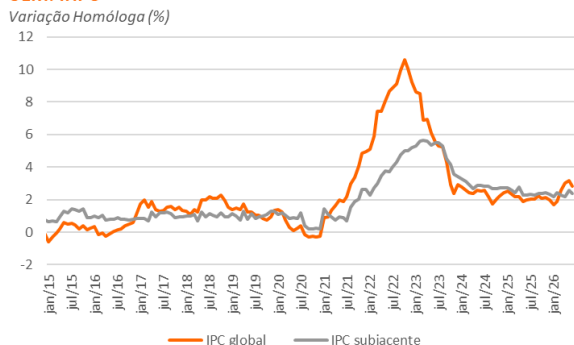
UEM: Indicador de actividade PMI compósito



UEM: PIB



UEM: IHPC



Expectativas de inflação de mercado para a UEM



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.