

Nota Informativa 25/05/2026

A heterogeneidade do impacto dos choques nos preços do petróleo através do mercado de crédito às famílias: Portugal vs. Zona Euro

A presente nota informativa visa analisar o impacto médio de choques nos preços do petróleo nas taxas de juro enfrentadas pelas famílias nos empréstimos ao consumo e habitação, comparando Portugal com a Zona Euro e as suas quatro maiores economias.

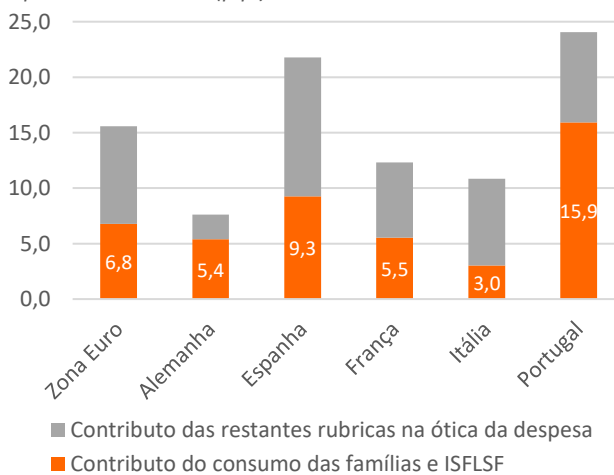
Como já abordado em publicações anteriores, a economia portuguesa tem auferido um desempenho consistente e acima da média europeia nos últimos anos, com um crescimento acumulado do PIB de 24% desde 2015 (15,6% na Zona Euro, ver primeiro gráfico). Este, no entanto, tem-se concentrado na procura interna e, principalmente, no consumo privado, impulsionador do crescimento em 2025. Segundo dados do Eurostat, o consumo das famílias e ISFLS¹ justificou 66,2% do aumento do PIB na última década (43,5% na UEM) e apenas superada pela Alemanha (70,8%) nesta análise².

A falta de diversificação nas fontes de crescimento, juntamente com a dependência externa de vários produtos, expõe Portugal a desenvolvimentos adversos nos mercados internacionais, o que se tornou particularmente relevante desde o bloqueio do Estreito de Ormuz e o conseqüente aumento abrupto nos preços da energia, cujo impacto dependerá da magnitude e duração do conflito no Médio Oriente. Segundo diversas fontes³, a transmissão de um choque energético externo resulta num aumento de preços na Zona Euro e numa transferência de rendimento para o exterior, nomeadamente países exportadores líquidos de petróleo e gás, e a transmissão ocorre através do canal direto da inflação (menor rendimento real) e do canal indireto da política monetária (resposta dos bancos centrais afeta as taxas de câmbio, as taxas de juro, o consumo e o investimento), que ganhou um relevo acrescido devido à maior probabilidade de subida de taxas por parte do BCE descontada pelos investidores.

Neste artigo, analisamos a exposição das famílias em Portugal e na Zona Euro ao canal indireto da política monetária via mercado de crédito⁴, ao comparar a sensibilidade dos custos de financiamento a choques nos preços do petróleo Brent (referência para a Europa) desde o início do século através de um conjunto de modelos lineares que relacionam as taxas de juro dos empréstimos ao consumo e habitação com a ocorrência de períodos em que os preços da matéria-prima subiram de forma acentuada⁵. Na tabela anexa são apresentados os respetivos resultados, estimando o impacto médio de um choque no Brent na variação homóloga das taxas de juro mensais de novas operações de crédito ao consumo e à habitação pelas famílias

Decomposição do crescimento do PIB real (2015-2025): Portugal, Zona Euro e maiores economias

Taxa de var. acumulada entre 2015 e 2025 (%) e respetivos contributos (p.p.)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

¹ Instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

² No caso da economia alemã, a perda de competitividade internacional verificada sobretudo na indústria automóvel justificou a fraca relevância da procura externa.

³ Por exemplo: Bobasu, A., Dobrew, M. e Repele, A. (2024). *Energy price shocks, monetary policy and inequality*, Working Paper Series 2967, ECB. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2967-f71901dc13.en.pdf>.

⁴ A tomada de crédito por particulares e empresas tem um papel relevante na trajetória do consumo e investimento privados.

⁵ Consideraram-se períodos de choque aqueles localizados no último quintil da distribuição da amostra (dados mensais compreendidos entre jan/01 e fev/26). Os modelos OLS seguem a seguinte forma funcional: $r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{i,t-1} + \beta_2 Brent_{t-k} + \varepsilon_{i,t}$, em que r é a taxa de juro que os particulares enfrentam ao pedirem empréstimos ao consumo ou habitação na economia i durante o mês t ; β são os coeficientes; ε o termo de erro de erro e $Brent$ o preço do petróleo Brent k meses antes de t . Para mais informações consultar o quadro presente neste artigo.

num determinado número de meses no futuro. Como esperado, grandes aumentos nos preços do petróleo tendem a agravar os custos de financiamento.

Impacto médio de um choque nos preços do petróleo Brent nas taxas de juro de novos empréstimos ao consumo e à habitação

Varição estimada (p.p.) pelos modelos, exceto na última linha

Variável dependente	Taxas de juro do crédito ao consumo				Taxas de juro do crédito à habitação			
	t-1	t-3	t-6	t-12	t-1	t-3	t-6	t-12
Portugal	0,079*	0,07	0,04	0,03	0,121**	0,108**	0,06	0,00
Alemanha	0,066*	0,081*	0,07	0,04	0,072**	0,071*	0,05	0,01
França	0,03	0,055*	0,04	0,05	0,03	0,055**	0,052**	0,03
Itália	0,04	0,00	0,06	0,07	0,064**	0,081**	0,077*	0,03
Espanha	0,05	-0,04	0,00	0,02	0,101**	0,094**	0,05	0,00
Zona Euro	0,053**	0,03	0,04	0,02	0,067**	0,072**	0,052*	0,02
R² ajustado médio	88%				97%			

Fonte: BPI Research, com base nos dados do BCE, Bloomberg e em estimativas internas. **Nota:** modelos de regressão linear do tipo OLS em taxas de variação homóloga ou variações homólogas (para garantir a hipótese de estacionaridade em séries temporais) com periodicidade mensal no período compreendido entre jan/01 e fev/26 (jan/04 no caso do crédito ao consumo de Itália, devido à menor disponibilidade de dados). A variável dependente em cada modelo é a variação homóloga (p.p.) da respetiva taxa de juro bancária aplicada ao crédito ao consumo ou habitação e as variáveis independentes são uma componente autorregressiva de uma desfasagem (lag = t-1) como variável de controlo para mitigar eventuais enviesamentos causados por endogeneidade ou persistência temporal e uma dummy a representar a ocorrência de choques nos preços do petróleo Brent como regressor principal (todas as observações cuja taxa de variação homóloga do Brent foi igual ou superior ao 80º percentil no período entre jan/00 e fev/26 foram assumidas como momentos de choque). Foi contemplada a matriz de covariâncias consistente de heteroscedasticidade e autocorrelação (HAC/Newey-West) para reduzir os respetivos problemas nos resíduos. Significância estatística a 5% (*) e 1% (**). Os resultados foram arredondados a duas casas decimais.

Nas taxas de juro do crédito ao consumo, o impacto em Portugal tende a repercutir-se rapidamente (1 mês) e superou o da Zona Euro. Na Alemanha, o impacto é transmitido de forma idêntica e alastra-se até 3 meses após o choque, considerando um nível de significância de 5%. Em França, apenas o coeficiente referente à desfasagem de 3 meses é significativo, enquanto em Itália e Espanha não se verifica uma sensibilidade relevante.

No caso do crédito à habitação (CH, que também é o mais relevante⁶), o impacto de um choque nos preços do petróleo é substancialmente mais evidente do que no caso do consumo. Portugal destaca-se face às quatro maiores economias europeias, ao ser o único a apresentar sensibilidades fortemente significativas a 1% superiores a 0,10 p.p. simultaneamente em dois dos lags considerados (1 e 3 meses), embora em França e Itália se observe um maior efeito de arrastamento até 6 meses e em Espanha também se verifique um coeficiente superior a 0,10 (apenas na primeira desfasagem). Portugal apresenta ainda coeficientes estatisticamente significativos superiores aos da Zona Euro nos lags de 1 e 3 meses, apesar de na UEM se observar um efeito prolongado até 6 meses, à semelhança de França e Itália.

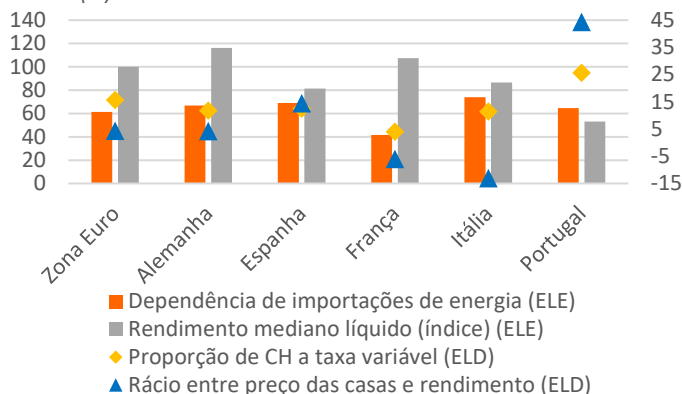
Estes resultados reforçam a ideia de que o impacto de choques energéticos nas taxas de juro não se alastra demasiado no tempo (tendencialmente as sensibilidades a 6 e 12 meses perdem relevância face às verificadas nos períodos iniciais), mas afeta as decisões de consumo e investimento das famílias de forma relevante pelo menos no curto prazo. Em França, a resposta tende a ser mais desfasada, mas sempre de menor magnitude que no caso português. Em Espanha, a resposta tende a ser imediata como em Portugal, mas também de menor magnitude. Concluímos que os particulares tomadores de crédito em Portugal estão relativamente mais expostos a um cenário de disrupção prolongada no comércio de petróleo face à generalidade da Zona Euro, nomeadamente no que toca ao CH, que tende a ser mais persistente e afetado por alterações na política monetária⁷.

⁶ Os empréstimos à habitação representam cerca de 77% do stock de crédito concedido a particulares, segundo o Banco de Portugal. Além disso, os modelos tendem a explicar melhor as variações nas taxas de juro do CH, com uma dimensão explicada média de 97% (88% no consumo).

⁷ As taxas Euribor e, conseqüentemente, as taxas de mercado enfrentadas pelos particulares ajustam-se rapidamente às decisões de política monetária sobre o aumento inflação

Indicadores diversos em 2024: Portugal, Zona Euro e maiores economias

Peso na energia disponível (%) ou índice (ZE=100) | Peso no crédito total (%) ou taxa de variação face a 2015 (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do BCE e Eurostat. **Nota:** a dependência de importações de energia é dada pelo rácio entre as importações líquidas de energia e a energia disponível bruta; o rendimento mediano líquido encontra-se em índice face à Zona Euro; o rácio entre preço das casas e rendimento é dado pela taxa de variação face a 2015.

O principal racional que sustenta a sensibilidade saliente do mercado de crédito português a choques energéticos é a proporção superior de CH a taxa variável (ver último gráfico), que em 2024 foi de 25,7% (15,6% na Zona Euro), mais vulneráveis a flutuações exógenas, além de que os mercados financeiros não se encontram tão desenvolvidos como em países como a Alemanha e França. A persistência de uma dependência energética relativamente elevada, embora em menor grau que na Alemanha, Espanha e Itália, cria pressão por via do canal da competitividade externa, visto que importações mais caras reduzem a procura agregada, que por sua vez se pode traduzir em *spreads* mais elevados devido à subida na perceção de risco. Por fim, o *gap* expressivo nos rendimentos medianos e a degradação do poder de compra associada a uma crise de habitação mais acentuada do que na generalidade das economias europeias agravam a vulnerabilidade das famílias a este tipo

de desenvolvimentos nos mercados internacionais em virtude da maior utilidade marginal do rendimento e da incerteza sobre as suas capacidades de consumo e pagamento de dívida, pelo que a situação é particularmente crítica em Portugal quando comparada com a média europeia, visto que as famílias se encontram mais vulneráveis e a economia é movida maioritariamente pelo consumo das mesmas.

Porém, algumas variáveis induzem perspectivas menos negativas a médio-longo prazo, como a robustez do mercado de trabalho e da procura turística, a manutenção de uma taxa de poupança elevada e a posição de relativa liderança no investimento em infraestruturas e exploração de energias renováveis⁸, assim como um dos maiores decréscimos na dependência energética dos últimos 20 anos⁹. Outras características também mitigam a exposição a cenários mais negativos, como preços médios de eletricidade abaixo da Zona Euro, a desalavancagem dos setores público e privado e uma reduzida exposição comercial ao Médio Oriente.

BPI Research, 2026
Tiago Miguel Pereira
e-mail: tiago.miguel.pereira@bancobpi.pt

AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA INFORMATIVA” DO BPI

Publicação do Banco BPI preparada pela sua Área de Estudos Económicos e Financeiros que contém informações e opiniões provenientes de fontes consideradas confiáveis. O Banco BPI não garante a precisão do mesmo e não é responsável por erros ou omissões neles contidos. Este documento tem um objetivo puramente informativo, razão pela qual o Banco BPI não é responsável, em qualquer caso, pelo uso que dele se faz. Opiniões e estimativas são propriedade da área e podem estar sujeitas a alterações sem aviso prévio.

esperada decorrente dos choques energéticos.

⁸ Ver focus no IM02 2026: “O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste”.

⁹ Segundo o Eurostat, Portugal foi o 4º Estado-Membro da UE que mais reduziu a sua dependência energética externa entre 2004 e 2024 (-19,4 p.p. vs. -2,6 p.p. na Zona Euro e +0,4 p.p. na UE).