

11 de junho de 2026

BCE RECONHECE A MATERIALIZAÇÃO DE RISCOS INFLACIONISTAS DE 2.ª ORDEM POR VIA DO CHOQUE ENERGÉTICO; MAIOR INCERTEZA CONTINUA A EXIGIR CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Bruno Fernandes: brunofernandes@santander.pt

Rui Constantino: rui.constantino@santander.pt

- **O BCE subiu as três taxas diretoras em 25 pontos base**, elevando a facilidade de depósito para 2,25%, a taxa das operações principais de refinanciamento para 2,40% e a facilidade marginal de cedência para 2,65%, com efeitos a partir de 17 de junho.
- **A reação do BCE visa mitigar um efeito de contágio descontrolado do choque energético** para alimentos, bens, serviços, salários e expectativas.
- **As novas projeções tornaram o cenário central menos benigno face à visão de março 2026**: a inflação HICP é agora projetada em 3,0% (+0.4pp) em 2026, 2,3% (+0.3pp) em 2027 e 2,0% (+0.1pp) em 2028, enquanto a inflação excluindo energia e alimentos deverá ficar em 2,5% em 2026 e 2027 e 2,2% em 2028. O crescimento do PIB foi revisto para 0,8% (-0.1pp) em 2026, 1,2% (-0.1pp) em 2027 e 1,5% (+0.1pp) em 2028.
- **A mensagem sobre atividade é deliberadamente equilibrada**: o BCE reconhece que o choque energético está a pesar sobre rendimento real, confiança e consumo, mas não descreve uma economia em recessão. A procura interna abranda e os serviços perdem dinamismo, mas o mercado de trabalho continua resiliente e o investimento público em defesa e infraestruturas ajuda a amortecer a desaceleração.
- **A mensagem sobre inflação é mais hawkish**: a inflação subiu para 3,2% em maio, a energia acelerou para 10,9%, a inflação subjacente aumentou para 2,5% e os serviços para 3,5%. O BCE reconhece que as pressões salariais estão a aliviar, mas alerta que alguns indicadores de inflação subjacente já foram empurrados para cima pelo choque energético.
- **No Q&A, a comunicação parece ter procurado afastar duas leituras de mercado**: a de que a subida teria sido apenas uma "insurance hike" e a de que o BCE estaria já comprometido com uma sequência de novas subidas. Durante a conferência de imprensa foi passada a mensagem de que não foram discutidas alternativas, que a decisão foi suportada pelos cenários e que o BCE começa a observar algum alargamento das pressões inflacionistas.
- **Na prática, o BCE subiu taxas para preservar credibilidade**, corroborando as diferentes análises e mensagens passadas por Philippe Lane e Isabel Schnabel, limitando assim eventuais impactos de dispersão e aceleração efeitos de segunda ordem, mas mantendo a função de reação aberta.
- **Novas subidas dependerão da persistência do choque energético**, da evolução da inflação subjacente, dos salários, das expectativas e da transmissão às condições financeiras. Mas os riscos estão enviesados em alta, com foco em setembro.

1. Uma subida de 25 pb com uma comunicação cautelosa e menos dovish

O Conselho do BCE decidiu subir as três taxas diretoras em 25 pb. A taxa da facilidade de depósito passa para 2,25%, a taxa das operações principais de refinanciamento para 2,40% e a facilidade marginal de cedência para 2,65%. A decisão foi apresentada como necessária para assegurar que a inflação regressa de forma sustentável ao objetivo de 2% no médio prazo.

A mensagem é relevante porque altera o equilíbrio da comunicação. Nas reuniões anteriores, o BCE ainda podia justificar a pausa com a necessidade de observar se o choque energético ficaria confinado à inflação total. Hoje, o BCE reconheceu que o choque já é suficientemente persistente e incerto para justificar uma resposta preventiva da política monetária.

2. O que mudou nas projeções: mais inflação, menos crescimento, maior risco estagflationista

As projeções de junho confirmam a deterioração do cenário macroeconómico. O crescimento do PIB da área do euro é agora estimado em 0,8% em 2026, 1,2% em 2027 e 1,5% em 2028, com revisões em baixa para 2026 e 2027. A inflação total deverá subir para 3,0% em 2026, antes de descer para 2,3% em 2027 e 2,0% em 2028.

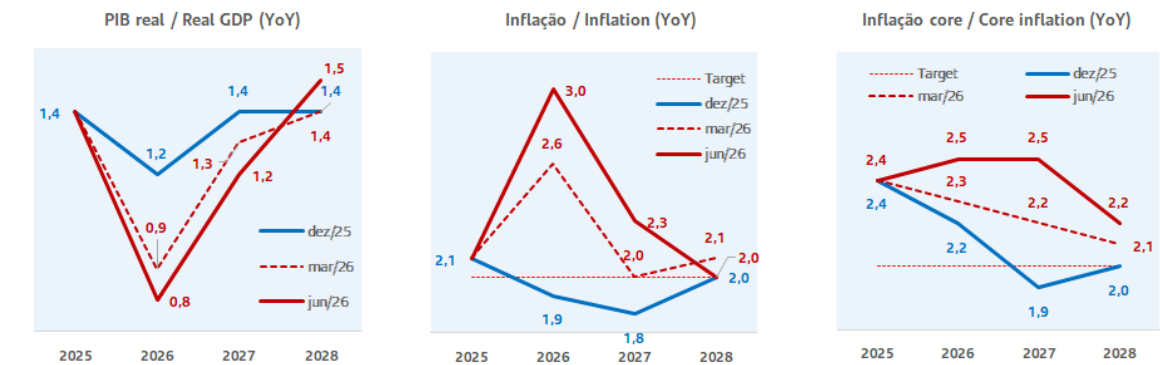
A alteração do cenário central reflete o perfil temporal da inflação. O BCE projeta que a inflação total atinja 3,4% nos terceiro e quarto trimestres de 2026 e permaneça acima de 3% até ao início de 2027. A energia é o canal de transmissão inicial, mas o BCE reconhece que o choque deverá passar gradualmente para componentes não energéticas, com a inflação excluindo energia e alimentos a atingir 2,7% no início de 2027, antes de moderar.

A atividade económica deverá abrandar, mas exclui um cenário de recessão – mesmo no cenário severo. O BCE atribui a desaceleração ao impacto dos preços da energia no rendimento real, à maior incerteza e à deterioração da confiança. Ainda assim, a recuperação do rendimento real, a resiliência do mercado de trabalho, o investimento em defesa e infraestruturas e o investimento digital continuam a suportar o cenário central.

Os cenários alternativos são a parte mais importante das novas projeções. O BCE sublinha que estes cenários não têm probabilidades atribuídas e servem para ilustrar as principais incertezas: dimensão do choque energético, persistência da incerteza e força da transmissão para preços não energéticos.

As novas projeções revelam uma nova revisão em alta da inflação e em baixa do crescimento.

Projeções económicas trimestrais do BCE (junho de 2026)



Fonte: BCE, Estudos Económicos

3. Cenários alternativos: a razão técnica por trás da subida

Os cenários alternativos são a parte mais importante das novas projeções. O BCE sublinha que estes cenários não têm probabilidades atribuídas e servem para ilustrar as principais incertezas: dimensão do choque energético, persistência da incerteza e força da transmissão para preços não energéticos.

O ponto crítico é que o cenário severo já não é apenas uma história de energia. Nesse cenário, a inflação total sobe para 5,3% em 2027 e a inflação subjacente para 3,8%, refletindo transmissão para preços domésticos e salários. É esta possibilidade, não o valor da inflação energética em si, que explica a função de reação mais dura do BCE.

Cenário	Crescimento económico			Taxa de inflação			Racional económico
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	
Baseline	0.8	1.2	1.5	3.0	2.3	2.0	Choque temporário, mas com inflação acima da meta até 2027
Milder	0.8	1.4	1.6	2.9	1.8	1.8	Normalização rápida da energia; menor necessidade de aperto adicional
Adverso	0.7	0.9	1.5	3.3	3.0	2.3	Inflação mais persistente e crescimento mais fraco
Severo	0.5	0.4	1.6	4.0	5.3	3.0	Risco estagflationista: inflação elevada, crescimento quase estagnado

4. O Q&A: o BCE quis afastar a ideia de uma subida meramente defensiva

Durante o Q&A, a mensagem parece ter sido calibrada para evitar dois erros de interpretação. Primeiro, a subida não foi apresentada como simples “*insurance hike*”; segundo, o BCE não validou uma trajetória pré-definida de novas subidas. Os destaques reportados em direto indicam que Lagarde terá insistido em três ideias: a **decisão é robusta** perante os cenários, **não foram discutidas alternativas** e o BCE está a começar a ver **sinais incipientes de contágio da inflação**.

Isto é importante porque **reposiciona a reunião**. Se a subida fosse apenas uma medida de seguro, o mercado poderia interpretá-la como um ajustamento pontual, com baixa probabilidade de repetição. Ao afastar essa leitura, o BCE preserva pressão sobre as expectativas de inflação. Mas, ao manter a abordagem “reunião a reunião” e sem pré-compromisso, evita transformar a decisão de hoje no início declarado de um novo ciclo de subida das taxas de juro.

Neste sentido, **o BCE não está a prometer mais subidas**, mas elevou o limiar exigido para voltar a uma postura neutra ou *dovish*.

5. Função de reação: o BCE passa a reagir à persistência, não apenas ao nível da inflação

A função de reação mantém três pilares:

- Expetativas de inflação e riscos em torno das expetativas,
- Dinâmica da inflação subjacente e
- Força da transmissão monetária.

Mas a reunião de hoje mostra que, em ambiente de choque energético persistente (choque da oferta), o BCE dá mais peso à assimetria dos riscos do que à fragilidade corrente da atividade.

Indicador	O que o BCE está a observar?	Função reação
Energia	Persistência do choque e risco de novas disrupções	Mais persistência aumenta probabilidade de nova subida
Inflação subjacente	Serviços, bens industriais e alimentos processados	Contágio alargado reforça viés <i>hawkish</i>
Salários	Wage tracker, acordos salariais e compensação real	Reaceleração salarial seria sinal de efeitos de segunda ordem
Expetativas	Curto prazo vs longo prazo	Longo prazo acima de 2% seria gatilho mais forte
Atividade económica	Consumo, PMIs, investimento, crédito	Abrandamento da atividade limita extensão do aperto, mas não impede resposta inicial
Canais de transmissão	Taxas de juro, crédito, spreads, condições financeiras	Aperto excessivo pode travar novas subidas

6. Condições financeiras e fragmentação: ausência de stress, mas com risco de transmissão assimétrica

O BCE descreveu as condições financeiras como “globalmente inalteradas” desde a reunião anterior, mas mais restritivas do que antes da guerra. O custo de emissão de dívida de mercado das empresas subiu para 4,0% em abril, as taxas dos empréstimos a empresas mantiveram-se em 3,6% e as taxas hipotecárias em 3,4%. O crédito a empresas acelerou para 3,4% em termos homólogos, enquanto o crédito hipotecário cresceu 3,0%.

A análise é dual:

- **Ainda não há sinal de contração financeira desordenada.**
- **Mas, a subida de taxas aumenta o risco de transmissão heterogénea entre países, setores e balanços.**

Economias com maior intensidade energética, maior peso da dívida pública ou maior sensibilidade do crédito a taxas variáveis tenderão a sentir o aperto de forma mais forte.

O BCE manteve também a mensagem de contenção sobre o balanço: as carteiras APP e PEPP continuam a diminuir de forma previsível, sem reinvestimentos, e o TPI permanece disponível para contrariar dinâmicas de mercado injustificadas e desordenadas que ameacem a transmissão monetária.

7. Implicações para Portugal

Para Portugal, a mensagem da reunião é relevante por três canais.

Primeiro, o canal do rendimento e do consumo. A subida da taxa de depósito para 2,25% reforça a pressão sobre as taxas de mercado e prolonga a sensibilidade das famílias ao custo do crédito, sobretudo nos contratos indexados a taxas variáveis ou em refinanciamentos. A descida da inflação energética prevista para 2027 ajudaria o rendimento real, mas esse alívio é agora mais incerto.

O maior volume de crédito hipotecário a taxa mista (que já representa quase 50% da carteira) ajuda a mitigar o efeito da subida das taxas de juro sobre os orçamentos familiares.

Segundo, o canal empresarial. Energia, transportes, turismo, indústria transformadora e margens empresariais devem ser monitorizados de perto. O risco decorre da subida inicial dos custos, mas sobretudo da decisão pelas empresas em repercutirem custos sobre os preços finais num contexto em que a procura pode estar a abrandar.

Terceiro, o canal soberano e financeiro. Portugal entra neste choque com melhor perceção de risco do que em episódios anteriores, mas a combinação entre taxas mais elevadas, défices agregados da área do euro mais altos e risco geopolítico aumenta a importância de manter/reforçar a credibilidade orçamental. A fragmentação financeira não é o cenário central, mas volta a ser uma variável de monitorização.

8. Conclusão

A reunião de junho marca uma inflexão na narrativa do BCE. Em março e abril, a mensagem central ainda era de prudência reforçada: observar a duração do choque, preservar opcionalidade e evitar uma reação prematura. Hoje, o BCE decidiu que a materialização parcial dos riscos - energia mais cara, confiança mais fraca, inflação total mais alta e sinais iniciais de contágio ao core - justificava uma subida de 25 pb.

A decisão não elimina a incerteza; pelo contrário, reconhece-a. Mas altera a forma como essa incerteza é tratada. O BCE aparenta preferir aceitar algum custo adicional sobre a atividade para reduzir o risco de que o choque energético se transforme numa dinâmica mais persistente de preços e salários.

O BCE não se compromete com novas subidas, mas o nível para regressar a uma postura mais *dovish* ficou mais exigente.

ADVERTÊNCIA FINAL

Este documento foi elaborado pela Área de Estudos Económicos do Banco Santander Totta, SA e é disponibilizado com intuito e para fins exclusivamente informativos.

Todos os dados, análises e considerações nele contidas estão simplesmente baseadas no que estimamos ser as melhores informações disponíveis, recolhidas a partir de fontes oficiais e outras consideradas credíveis, não assumindo, todavia, qualquer responsabilidade por erros, omissões ou inexatidões das mesmas.

Por outro lado, as opiniões e previsões expressas refletem somente a perspetiva e os pontos de vista dos autores na data da sua elaboração podendo ser livremente modificadas a todo o tempo e sem aviso prévio.

Neste contexto, o presente documento não pode, em circunstância alguma ser entendido como convite ao investimento, seja de que natureza for, nem como proposta ou oferta de negócio de qualquer tipo.

Qualquer decisão de investimento deve ser devidamente ponderada, fundamentada na análise crítica pelo investidor de toda a informação publicamente disponível sobre os ativos a que respeita, suas características e adequação ao perfil de risco assumido e devem ter em conta todos os documentos emitidos ao abrigo da regulamentação das entidades de supervisão, nomeadamente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Nem o Banco Santander Totta, na qualidade de emitente do documento, nem nenhuma entidade sua dominante ou dominada ou qualquer outra integrante do Grupo Santander Totta em que se insere pode, consequentemente, ser responsabilizada por eventuais perdas ou prejuízos decorrentes de decisões de investimento que, quem quer que seja, tenha tomado mesmo que por levar em conta elementos constantes deste documento.

Por outro lado, uma vez que este documento não contempla qualquer tipo de informação privilegiada ou reservada, nem constitui nenhum conselho ou convite ao investimento, as empresas do Grupo Santander Totta, incluindo o Banco Santander Totta mantêm o direito de nos limites da lei, transacionar ou não, ocasional ou regularmente, qualquer ativo direta ou indiretamente relacionado com o âmbito deste relatório.

Este relatório pode ser distribuído, desde que citada a fonte.

© Banco Santander Totta, S.A., 2026. Todos os direitos reservados.