

20 de março de 2026

BCE ADMITE RISCOS INFLACIONISTAS POR VIA DO CHOQUE DO PETRÓLEO, COM MAIOR INCERTEZA A EXIGIR CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Bruno Fernandes: brunofernandes@santander.ptRui Constantino: rui.constantino@santander.pt

Mensagem principal:

- **O BCE manteve as três taxas diretoras inalteradas em 19 de março de 2026:** facilidade de depósito em 2,00%, taxa das operações principais de refinanciamento em 2,15% e facilidade marginal de cedência em 2,40%. Desde março de 2024 que a taxa de referência para sinalizar a orientação da política é a facilidade de depósito. O Conselho reiterou uma abordagem dependente dos dados, reunião a reunião, sem pré-compromisso sobre a trajetória futura das taxas.
- **O cenário central ficou menos benigno:** o BCE projeta crescimento do PIB de 0,9% em 2026, 1,3% em 2027 e 1,4% em 2028, com inflação HICP de 2,6%, 2,0% e 2,1%, respetivamente. Em fevereiro de 2026, a inflação total estava em 1,9% e a inflação excluindo energia e alimentos em 2,4%, com expectativas de longo prazo ainda perto de 2%.
- **Os cenários alternativos mostram que a principal cauda de risco é estagflacionista:** no cenário adverso, o PIB cai para 0,6% em 2026 e a inflação sobe para 3,5%; no severo, o PIB baixa para 0,4% e a inflação sobe para 4,4% em 2026 e 4,8% em 2027, com inflação subjacente ainda em 3,9% em 2027 e 2,9% em 2028. No entanto, evitam um cenário recessivo e sempre com uma recuperação a partir de 2027, inclusive.
- Em comparação com 2022, **o BCE enfrenta hoje um choque energético também inflacionista, mas parte de um ponto muito diferente:** em março de 2022 as taxas estavam em 0,00%, 0,25% e -0,50%, respetivamente, com APP ainda em compras líquidas e PEPP a terminar; agora as taxas estão claramente acima desse nível e o balanço está em normalização. Isso dá mais margem convencional à política monetária atual, mas não implica maior vontade de a usar de imediato.
- **A mensagem prática do BCE é de prudência reforçada:** o Conselho não está a preparar uma subida imediata, mas também não está a abrir a porta a uma leitura *dovish* da reunião. O maior grau de liberdade atual traduz-se sobretudo em opcionalidade: pode esperar mais, observar melhor e reagir mais tarde, sem perder credibilidade, mas quer primeiro perceber se o choque ficará confinado à energia ou se passará para a inflação subjacente.

1. A decisão e o nível das taxas: onde está, exatamente, a política monetária?

Na reunião de 19 de março de 2026, o Conselho do BCE decidiu **manter as três taxas diretoras inalteradas:**

- 2,00% na facilidade de depósito,
- 2,15% nas operações principais de refinanciamento e
- 2,40% na facilidade marginal de cedência.

O BCE recorda também que, desde março de 2024, a taxa da facilidade de depósito é a referência operacional para sinalizar a orientação da política monetária. **Isto coloca a política monetária num patamar claramente menos acomodaticio** do que em fases anteriores do ciclo e, sobretudo, muito acima do ponto de partida observado no choque de 2022.

O contraste com março de 2022 é importante para medir os **graus de liberdade atuais.**

- **Após a invasão da Ucrânia pela Rússia,** o BCE mantinha as taxas em 0,00% nas MRO, 0,25% na facilidade marginal e -0,50% na facilidade de depósito; além disso, ainda estava a calibrar o fim das compras líquidas do APP, com €40 mil milhões em abril, €30 mil milhões em maio e €20 mil milhões

em junho, enquanto o **PEPP** apenas terminava as compras líquidas no final de março. Nessa altura, a *forward guidance* ainda ligava explicitamente futuras subidas de taxas ao fim das compras líquidas.

- Em 2026, pelo contrário, o **APP** e o **PEPP** já estão em **redução** por **ausência de reinvestimentos** e o **Conselho afirma que não está pré-comprometido** com nenhum percurso de taxas.

Em termos práticos, isto significa que a **política monetária atual** tem **mais margem de manobra** do que em 2022: pode manter-se em **pausa por mais tempo** e, se o **choque** pesar mais sobre o **crescimento económico** do que sobre a **inflação**, existe espaço para **cortar taxas** – sem regressar de imediato ao *lower bound*.

2. Contexto macroeconómico e novas projeções para o cenário central

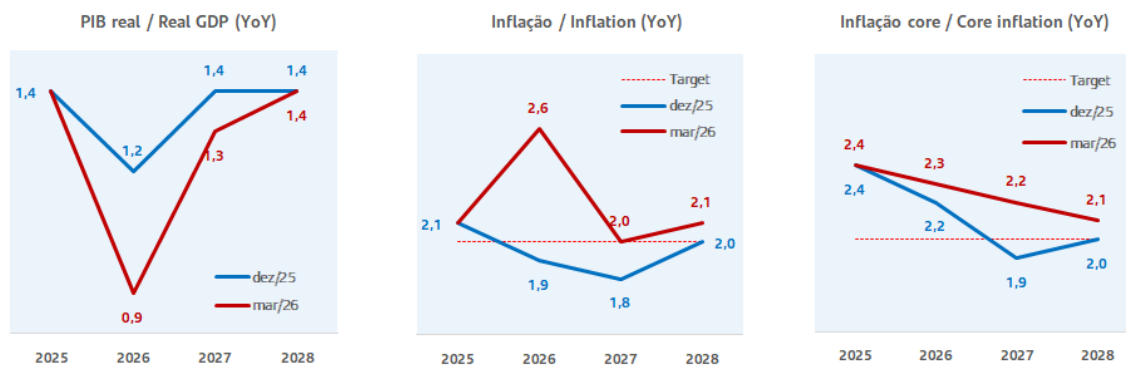
No **cenário central** de março de 2026, o **BCE descreve uma economia resiliente**, mas que foi atingida por um novo **choque energético e geopolítico**.

- O **PIB** da área do euro cresceu 0,2% no quarto trimestre de 2025, com o **consumo privado** e o **investimento** a suportar o crescimento no médio prazo, apoiados por **desemprego baixo**, **balanços privados** sólidos e maior **despesa pública** em defesa e infraestruturas.

Ao mesmo tempo, a **guerra no Médio Oriente** levou o **BCE a incorporar informação até 11 de março** (um *cut-off* mais tardio do que o habitual) fruto do aumento expressivo dos **riscos** para o **crescimento e inflação**, sobretudo no curto prazo.

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

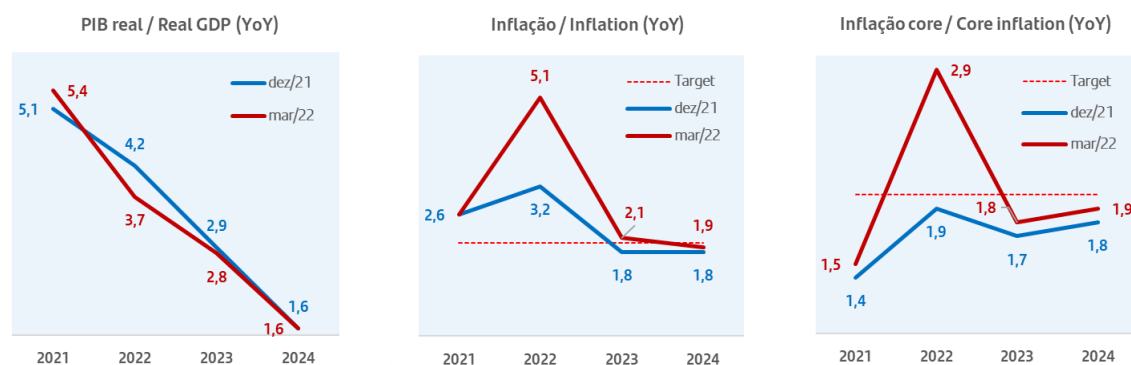
Projeções económicas trimestrais do BCE (março de 2026)



Fonte: BCE, Estudos Económicos

O **ponto de partida macroeconómico é muito diferente do de 2022**. Em março desse ano, a área do euro entrava no choque da Ucrânia com uma dinâmica de recuperação pós-pandemia ainda forte:

Projeções económicas trimestrais do BCE (março de 2022)



Fonte: BCE, Estudos Económicos

- o BCE projetava crescimento de 3,7% em 2022, 2,8% em 2023 e 1,6% em 2024.
- Mas o **ponto de partida da inflação era muito mais desconfortável**: a inflação HICP já tinha atingido 5,8% em fevereiro de 2022, impulsionada sobretudo pela energia, cuja taxa rondava 32%;
- o *baseline* apontava para uma inflação total de 5,1% em 2022 e inflação subjacente de 2,6%.

Em 2026, o BCE entra no **novo choque** com **inflação total** em **1,9%** em **fevereiro**, a **subjacente** em **2,4%**, indicadores de inflação subjacente pouco alterados e **expectativas** de longo prazo em torno de **2%**, embora com uma subida recente da inflação de curto prazo.

Em termos de **política monetária**, isto altera de forma significativa a natureza do problema:

- em **2022**, o **desafio principal** era **evitar** que um choque já muito inflacionista **desancorasse as expectativas** a partir de um regime ainda ultra-acomodatício;
- em **2026**, o **desafio** é gerir um novo choque de oferta a partir de uma **posição de política monetária mais normalizada** e com maior credibilidade anti-inflacionista.

Também a natureza do **canal energético** mudou.

- Em **2022**, a **área do euro** tinha uma **exposição direta à Rússia** como **principal fornecedor energético**, equivalente a 20% das importações de petróleo e 35% das importações de gás em 2020.
- No **choque atual**, o **canal dominante** é **global** e passa pelo **Estreito de Ormuz**, por onde transita cerca de 20% da oferta mundial de petróleo e cerca de 20% dos fluxos globais de LNG - um choque menos **idiossincrático**, ou seja, centrado numa dependência bilateral da área do euro; mas num estrangulamento do **mercado energético global**, com repercussões via preços, confiança e condições financeiras.

3. Cenários alternativos do BCE: pressupostos, resultados, análise de sensibilidade e finalidade

3.1. Pressupostos principais

O BCE justifica os **cenários alternativos** pela **incerteza** excecional em torno da **guerra no Médio Oriente**.

- Os **cenários são ilustrativos**, não têm probabilidades atribuídas e assumem uma **política monetária e orçamental inalteradas** face ao *baseline*.
- O **cenário adverso** assume uma **interrupção de 40%** dos fluxos de petróleo e de LNG que passam pelo Estreito de Ormuz no 2T de 2026, com normalização a partir do 4T de 2026, sem destruição adicional relevante de infraestruturas.
- O **cenário severo** assume uma **interrupção de 60%**, danos adicionais em infraestruturas energéticas, normalização apenas a partir do 1T de 2027 e um aumento mais forte e mais persistente da incerteza financeira.
- O BCE explicita ainda que ambos os **cenários incorporam não linearidades** e **efeitos indiretos** e de **segunda ordem mais fortes** do que no *baseline*, e que a calibração é escalada usando como referência os impactos observados após a invasão da Ucrânia em 2022.

Em **2022**, os **cenários alternativos** tinham uma **lógica diferente**. O BCE partia de um *baseline* em que:

- os **efeitos do conflito seriam temporários** e em que as cadeias globais não seriam significativamente afetadas;
- os **riscos** implicavam sanções mais duras, maiores ruturas no comércio, mais incerteza e uma interrupção completa e prolongada do gás russo para a Europa, com **impacto direto na capacidade produtiva** da área do euro.
- os **impactos seriam mais fortes em 2022** e que haveria resolução gradual ao longo do tempo.

Em 2026, embora a lógica continue a ser de **stress test** e não de **forecast alternativo**, a construção é mais explícita na utilização de cenários como **ferramenta de comunicação** e de incorporação de não linearidades, em linha com a revisão estratégica de 2025.

Cenários alternativos: Hipóteses sobre a evolução do preço da energia

Table 5

Energy commodity price scenarios – levels and deviations from the baseline

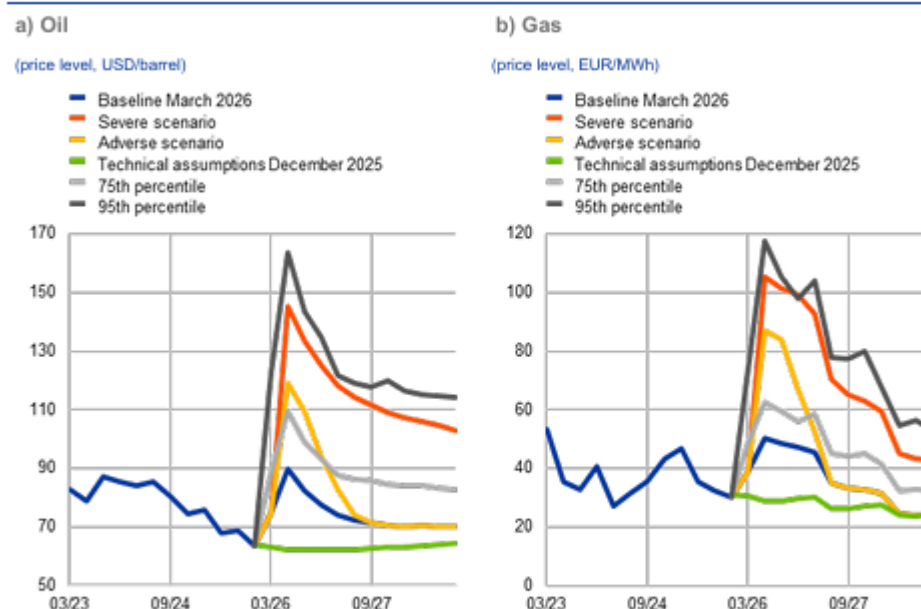
Scenario		Q2 2026 (USD/barrel or EUR/MWh)	Q2 2026 (% deviation from baseline)	Q4 2028 (USD/barrel or EUR/MWh)	Q4 2028 (% deviation from baseline)
Adverse	Oil prices	119	33%	70	0%
	Gas prices	87	73%	24	0%
Severe	Oil prices	145	62%	103	47%
	Gas prices	108	109%	43	77%

Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: The oil price scenarios are constructed based on the elasticity of the oil price to oil supply shocks as estimated in Caldara et al. (2019), while the gas price scenarios are constructed based on the elasticity of the gas price to gas supply shocks as estimated in Albrizio et al. (2023).

Chart 11

Assumptions for the paths of energy commodity prices



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: The oil price scenarios are constructed based on the elasticity of the oil price to oil supply shocks as estimated in Caldara et al. (2019), while the gas price scenarios are constructed based on the elasticity of the gas price to gas supply shocks as estimated in Albrizio et al. (2023). The 95th and 75th percentiles refer to the option-implied neutral densities for the oil and gas prices on 11 March 2026.

Fonte: BCE, [ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026](#)

3.2. Resultados

Os **resultados de 2026** mostram uma distribuição de riscos tendencialmente estagflacionista.

- No **cenário adverso**, o crescimento do PIB baixa para 0,6% em 2026 e 1,2% em 2027, enquanto a inflação sobe para 3,5% em 2026 e 2,1% em 2027.
- No **cenário severo**, o PIB desce para 0,4% em 2026 e 0,9% em 2027, mas a inflação sobe para 4,4% em 2026 e 4,8% em 2027, mantendo-se ainda em 2,8% em 2028.
- A **inflação excluindo energia e alimentos** também piora: 2,7% em 2027 no cenário adverso e 3,9% em 2027 e 2,9% em 2028 no cenário severo.
- O **ponto-chave para a política monetária** é que o risco não se limita a um novo pico na inflação total; há também risco de persistência no core.

Em **2022**, o **BCE** via uma **combinação de menor crescimento e maior inflação**, mas os *tail-risks* eram menores – o BCE assumia que, à medida que os mercados de petróleo e gás se reequilibrassem, a inflação no cenário adverso poderia cair abaixo do *baseline*, sobretudo em 2024

- No **cenário adverso** de então, o PIB ficaria 1,2 pontos percentuais abaixo do *baseline* em 2022 e a inflação 0,8 pontos acima; no **cenário severo**, o PIB ficaria 1,4 pontos abaixo e a inflação 2,0 pontos acima.

Comparando os dois episódios, a **pressão inflacionista de 2026** é potencialmente mais **persistente** do que a de **2022**, porque no cenário severo (de 2026) a inflação total e a inflação subjacente continuam acima do *baseline* até ao fim do horizonte de projeção.

Resultados dos cenários alternativos do BCE

Table 1

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

		December 2025 baseline	March 2026 – baseline projections and alternative scenarios			
			Baseline	Adverse scenario	Severe scenario	Projections with cut-off date of 4 March
Real GDP	2025	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
	2026	1.2	0.9	0.6	0.4	1.0
	2027	1.4	1.3	1.2	0.9	1.4
	2028	1.4	1.4	1.6	1.9	1.5
HICP	2025	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
	2026	1.9	2.6	3.5	4.4	2.3
	2027	1.8	2.0	2.1	4.8	1.9
	2028	2.0	2.1	1.6	2.8	2.0
HICP excluding energy and food	2025	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
	2026	2.2	2.3	2.4	2.6	2.2
	2027	1.9	2.2	2.7	3.9	2.0
	2028	2.0	2.1	2.1	2.9	2.1

Notes: Real GDP figures refer to annual averages of seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data for the baseline projections are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database on the ECB's website](#).

Fonte: BCE, [ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026](#)

3.3. Análise de sensibilidade

O BCE reforça esta mensagem com duas camadas adicionais de sensibilidade.

- **A primeira** é o **efeito cut-off**: uma versão preliminar das projeções (fechada a 4 de março de 2026) teria mostrado inflação 0,3% mais baixa em 2026 e 0,1% mais baixa em 2027 e 2028; e com crescimento 0,1% mais alto em todos os anos do horizonte.
- **A segunda** é a **trajetória de preços da energia**: os riscos de curto prazo para o petróleo e o gás estão fortemente enviesados em alta. Isto confirma que, mesmo fora dos cenários de maior plausibilidade, a assimetria de risco continua a ser principalmente inflacionista.

Em 2022, o **baseline** assentava numa **trajetória descendente de petróleo e gás** a partir dos preços implícitos em futuros e numa dissipação gradual dos efeitos do choque, ainda que com grande incerteza (hipótese central)

Em 2026, o **BCE** explicita de forma muito mais forte a possibilidade de **efeitos não lineares** e de **segunda ordem**. Isto não significa que o BCE veja o **cenário severo** como o **mais provável**; significa que considera mais perigoso ignorar essa cauda.

3.4. Finalidade dos cenários alternativos

A finalidade dos cenários em 2026 é dupla.

- Em **primeiro lugar**, servem para **complementar um cenário central** que ficou extraordinariamente sensível a pressupostos sobre energia e geopolítica.
- Em **segundo lugar**, servem como **instrumento de comunicação** da reação potencial do BCE a um choque abrupto e não linear: a instituição quer mostrar que, mesmo num ambiente de menor crescimento, a inflação pode tornar-se mais persistente se houver efeitos indiretos, salariais e de segunda ordem.

O **BCE** é claro ao dizer, que os **cenários não incorporam** resposta adicional de **política monetária** ou **orçamental**; aliás, o próprio BCE observa que, na prática, respostas desse tipo tenderiam a mitigar parte dos efeitos inflacionistas, como aconteceu no episódio de inflação alta de 2022-23.

Este último ponto também ajuda a comparar 2022 com o presente.

- Em **2022**, os cenários alternativos serviram para **enquadrar os riscos de escalada** associados à guerra e ao corte de gás russo;
- em **2026**, os cenários alternativos têm um papel de **comunicação da robustez** da política monetária e da importância de não linearidades.

4. Mensagem principal do BCE: o que é que, na prática, o Conselho está a dizer?

A mensagem principal é de prudência reforçada, mas com uma diferença essencial face a 2022:

- **hoje o BCE tem mais opcionalidade** face a **março de 2022**, em o BCE enfrentava um choque inflacionista com taxas negativas ou próximas de zero, APP ainda ativo e uma sequência de política que ainda passava pelo fim das compras líquidas antes de uma subida de taxas.
- Em **março de 2026**, o BCE enfrenta um **novo choque de oferta** com **taxas mais altas**, balanço em normalização, inflação próxima da meta e expectativas de longo prazo ainda ancoradas.

Isso dá mais graus de liberdade à política monetária atual em termos instrumentais. Ao mesmo tempo, os cenários alternativos mostram que essa margem não deve ser confundida com um viés de flexibilização:

- o BCE quer **preservar a opção de reagir em várias direções**, mas só depois de perceber se o choque fica limitado à energia ou se contamina a inflação subjacente.

Na prática, o BCE está a **sinalizar três coisas**.

1. **Não está a preparar o mercado para uma subida imediata de taxas**; a formulação oficial continua a ser de reunião a reunião e sem pré-compromisso.
2. **Não está a validar uma interpretação *dovish* da reunião**, porque a distribuição de riscos ficou mais assimétrica para a inflação.
3. Face a 2022, quando a **principal decisão estratégica** era como sair de um **regime ultra-acomodatório** sem comprometer a recuperação, **hoje** o debate é outro: **durante quanto tempo manter a política num nível relativamente neutral** e, só se os efeitos de segunda ordem se mostrarem contidos e o choque pesar mais sobre a atividade, quanto desse espaço poderá ser usado para amortecer a desaceleração.

Em síntese, **o atual maior grau de liberdade não empurra o BCE para uma reação mais suave**; empurra-o para uma postura de espera vigilante, tecnicamente mais flexível, mas politicamente ainda muito cautelosa.

5. A nossa visão: como ler o BCE daqui para a frente

A leitura do BCE, daqui em diante, deve partir de um ponto simples:

- o **BCE enfrenta este choque** com a inflação perto do objetivo, as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas em 2% e a taxa de referência numa zona compatível com neutralidade;
- **Isso não elimina o risco inflacionista**, apenas significa que o **BCE tem margem para observar melhor antes de reagir**.
- O **ponto decisivo** será acompanhar se o novo **choque energético** fica confinado à **inflação total** ou se começa a contaminar **salários, serviços e inflação subjacente** através de efeitos indiretos e de segunda ordem. É precisamente por isso que os riscos inflacionistas não devem ser negligenciados.

No **cenário central**, a nossa leitura é de **continuidade e prudência**. Com a **inflação total e subjacente** ligeiramente acima do objetivo em **2026** e a convergir para o objetivo em **2027 e 2028**; e expectativas de longo prazo ainda em torno de 2%, **o BCE não precisa de flexibilizar cedo**.

No **cenário adverso**, uma subida, em 50pb, para **2,50%** poderá justificar-se, mas apenas como resposta **condicional**. O BCE projeta um **PIB** mais fraco, com **0,6%** em **2026** e **1,2%** em **2027**, enquanto a **inflação** sobe para **3,5%** em **2026** e a **inflação subjacente** atinge **2,7%** em **2027**.

- Como o próprio exercício já incorpora **efeitos indiretos** e de **segunda ordem mais fortes** do que no *baseline*, **uma subida de 50 pb** seria coerente se, o BCE começasse a ver **transmissão** para **salários, serviços e expectativas** de médio/longo prazo.
- Sem essa evidência, **a manutenção das taxas nos níveis atuais continuaria a ser defensável**, porque o choque também enfraquece a atividade e o mercado de trabalho.

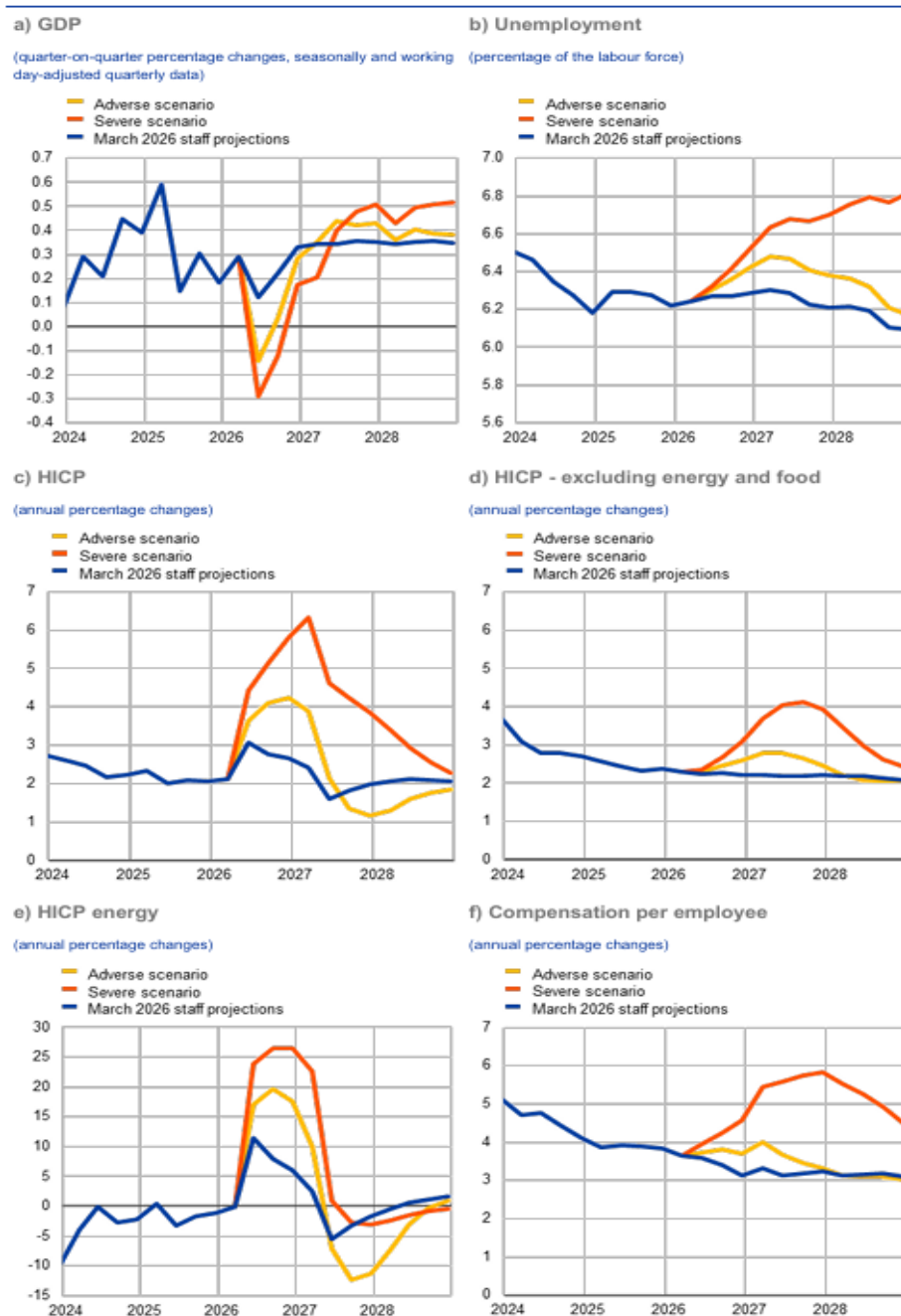
No cenário severo, o BCE projeta 4,4% de HICP em 2026 e 4,8% em 2027, com inflação subjacente em 3,9% em 2027 e 2,9% em 2028. Além disso, a nota técnica sublinha não linearidades, *pass-through* reforçado e o papel dos efeitos de segunda ordem, calibrados com base na experiência inflacionista de 2021-22.

- Neste quadro, uma subida para 3,00% em 2026 e, num caso de **desancoragem efetiva**, até 4,00% em 2027 é uma calibração plausível para **reancorar** expectativas.
- Ainda assim, esse nível de 4,00% deverá ser visto como um **teto condicional**, e não como desfecho automático: esse nível exigiria **confirmação** de que as **expectativas** de longo prazo deixaram de gravitar em torno de 2% e de que a **re-aceleração salarial** se tornou **persistente**.

Cenários BCE: projeções macroeconómicas

Chart 15

The outlook for key euro area variables under the baseline and alternative scenarios



Source: ECB staff calculations based on ECB-BASE model simulations.

Fonte: Datastream, Estudos Económicos

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, conseqüentemente, 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.