

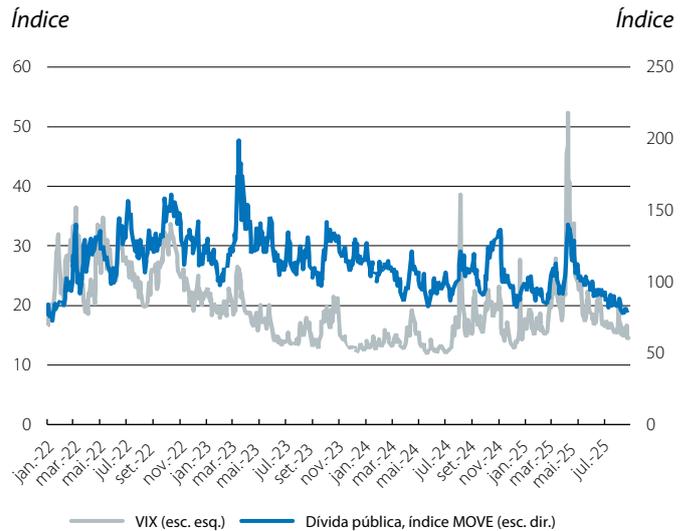
Mercados calmos, riscos latentes

Verão de baixa volatilidade. A época de verão tende a provocar um menor volume de transações e liquidez nos mercados financeiros, pelo que as pequenas bolsas de volatilidade tendem a aumentar rapidamente e os picos de volatilidade são frequentes. Recorde-se que a desvalorização do iene, em agosto de 2024, desencadeou uma venda maciça de ações a nível mundial, que fez cair os principais índices em mais de 8% em apenas alguns dias. O verão de 2025 foi, no entanto, um período de relativa calma nos mercados financeiros, com as principais medidas de volatilidade contidas, apesar das instabilidades subjacentes no ambiente macroeconómico: incertezas nos acordos tarifários, o risco de erosão da independência das instituições nos EUA, dúvidas quanto à orientação da política monetária, preocupações quanto às perspectivas orçamentais no mundo desenvolvido e riscos geopolíticos, com um novo foco de instabilidade em França.

O verão traz uma mudança de velocidade entre a Fed e o BCE. Enquanto o BCE entrou no verão a baixar as taxas para território neutro (taxa *depo* em 2,00% desde junho passado) e a Fed manteve uma política monetária restritiva (taxa dos *fed funds* estável no intervalo 4,25%-4,50% desde dezembro de 2024), as últimas semanas trouxeram uma certa mudança de perspectivas para setembro. De acordo com as expectativas dos mercados financeiros, nas próximas semanas será provavelmente a Fed a baixar as taxas e o BCE a mantê-las. Especificamente, para setembro, os mercados monetários estão a prever um corte de 25 pontos base nos EUA com uma probabilidade de cerca de 90% (à data em que escrevemos), enquanto atribuem uma probabilidade de quase 100% de que não haverá alterações nas taxas do BCE e que a taxa *depo* permanecerá estável em 2% até ao final do ano. Esta correção das expectativas do mercado está em linha com as mensagens enviadas pela Fed e pelo BCE nas últimas semanas. Por um lado, quando a Fed manteve as taxas em julho, a maioria estava mais preocupada com os riscos de inflação do que com os riscos de emprego e apenas dois membros defenderam uma redução das taxas. No entanto, a divulgação de dados sobre o mercado de trabalho mais fracos do que o esperado (ver Economia Internacional) levou o Presidente Powell a reconhecer, na conferência anual de Jackson Hole, que «a alteração do equilíbrio dos riscos pode justificar um ajustamento da nossa orientação da política monetária». Assim, Powell abriu a porta a uma descida das taxas em setembro, sem compromissos e ainda à espera dos dados da inflação e do emprego de agosto. A Presidente Lagarde, por sua vez, reconheceu, no seio do BCE, que os últimos acordos comerciais aliviaram a incerteza mundial (embora não a tenham eliminado) e salientou positivamente a resiliência da economia da Zona Euro. Em termos mais categóricos, Isabel Schnabel explicou que não vê necessidade de alterar a orientação da política monetária em setembro. Adicionalmente, os dados mais recentes refletem uma visão encorajadora da inflação (quase dentro do objetivo desde junho), o que, tal como se depreende das mensagens do BCE, reforça uma postura de «esperar para ver» relativamente aos dados e à incerteza.

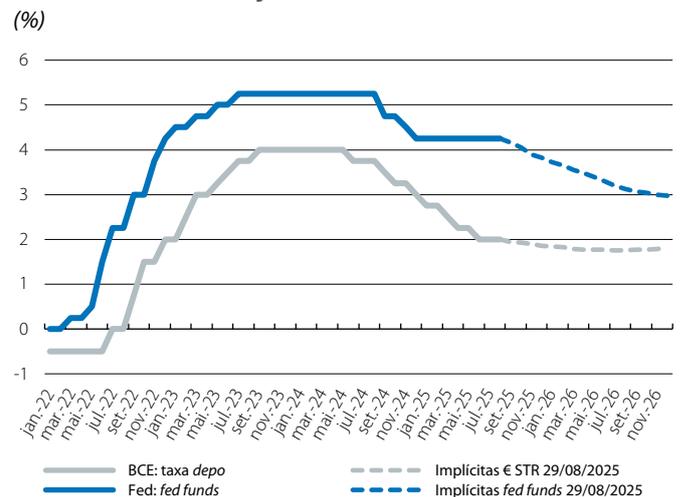
Nos EUA, as taxas soberanas estão em sintonia com as expectativas da política monetária, mas não parecem reear o risco institucional. O aumento da expectativa de que a Fed retome a descida das taxas a partir de setembro e mantenha a trajetória de flexibilização monetária até ao final de 2026 fez com que as *yields* dos

Medidas de volatilidade



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

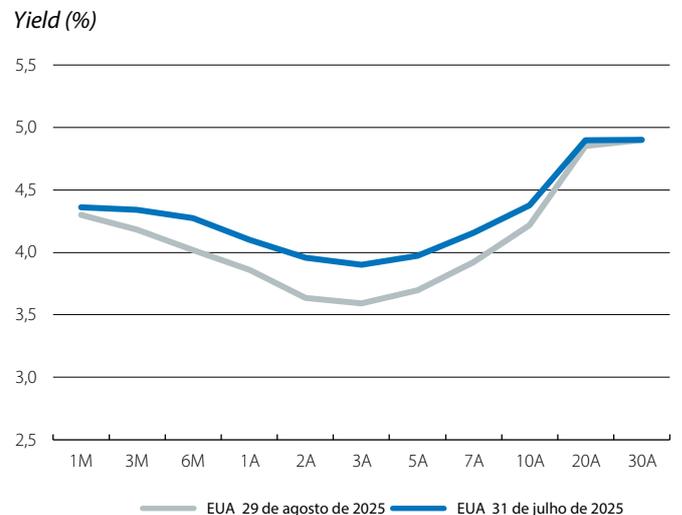
BCE e Fed: taxas de juro



Note: Os dados históricos dos fed funds correspondem ao limite inferior.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Reserva Federal e da Bloomberg.

EUA: curva de rendimento soberano



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

treasuries na parte curta da curva soberana (entre 6 meses e 5 anos) caíssem, com destaque para o benchmark a 2 anos, particularmente sensível à política monetária, que caiu mais de 30 p. b. em agosto. Em contrapartida, os trechos mais longos apresentaram um comportamento mais estável: o benchmark a 10 anos caiu cerca de 15 p. b., enquanto o prazo de 30 anos terminou o mês praticamente estável. Este comportamento diferencial entre as rentabilidades curtas e longas reflete, em parte, a expectativa de que, mesmo que a Fed baixe as taxas, as pressões fiscais subjacentes manterão as *yields* de longo prazo elevadas. É também digno de nota a pouca reação dos prazos longos à crescente pressão da Casa Branca sobre a independência da Reserva Federal, intensificada pelo despedimento por Trump de Lisa Cook, governadora da Reserva Federal, acusada de fraude hipotecária; uma decisão que Cook já levou a tribunal, onde o seu futuro no cargo será definido.

França surge como um novo foco de instabilidade. Sem surpresas por parte do BCE e sem grandes alterações nas expectativas de política monetária na Zona Euro, as taxas soberanas na região atravessaram o verão sem grandes alterações e o euro-dólar continuou a ser transacionado no intervalo de 1,16-1,17 dólares por euro. França destacou-se negativamente neste cenário de relativa estabilidade: na sequência do anúncio do voto de confiança, o seu prémio de risco aumentou mais de 11 pontos em apenas três dias, aproximando-se dos níveis do prémio italiano, e com a *yield* soberana a 10 anos a rondar os 3,50% (o valor mais elevado desde março deste ano). O efeito de contágio no resto da periferia permaneceu contido e outros prémios de risco não foram afetados. Importa, no entanto, salientar a recente subida das rentabilidades soberanas de longo prazo, num mês de setembro que começou com uma venda de obrigações soberanas a nível mundial, devido às crescentes preocupações com as perspetivas orçamentais nas economias desenvolvidas.

Mais um mês de ganhos na bolsa. O índice bolsista mundial ganhou 2,3% em agosto e acumulou ganhos de 13% até agora este ano, apesar do contexto económico difícil. Ao longo do mês, o IBEX 35 teve um desempenho particularmente bom, impulsionado pelo bom desempenho do setor bancário, e o S&P 500 nos EUA, onde a boa época de ganhos e as expectativas de IA voltaram a impulsionar o desempenho do mercado bolsista do país. O CAC 40, em França, esteve em território negativo, onde a instabilidade política pesou sobre as ações e o índice perdeu 2% apenas nos últimos três dias do mês, após o anúncio da moção de confiança.

Um crude estável e um ouro que continua a «brilhar». A cessação dos ataques aéreos entre o Irão e Israel e as várias negociações tarifárias entre Trump e os restantes países favoreceram a redução do prémio de risco imposto pelos investidores ao preço do petróleo durante a maior parte do mês de agosto. Esta situação foi agravada pela expansão contínua da produção de crude pelos países da OPEP. Mesmo assim, o preço do petróleo Brent estabilizou e foi negociado entre 66 e 68 dólares. Esta tendência manteve-se durante as primeiras sessões de setembro, enquanto se aguardava a decisão dos países produtores sobre possíveis novos aumentos de produção e no meio das perspetivas da IEA de excesso de oferta de petróleo nos próximos trimestres. Simultaneamente, o preço do ouro atingiu um novo máximo de 3.500 dólares por onça, com o aumento da incerteza dos investidores relativamente à inflação, à dívida e à disciplina orçamental.

Zona Euro: prémios de risco

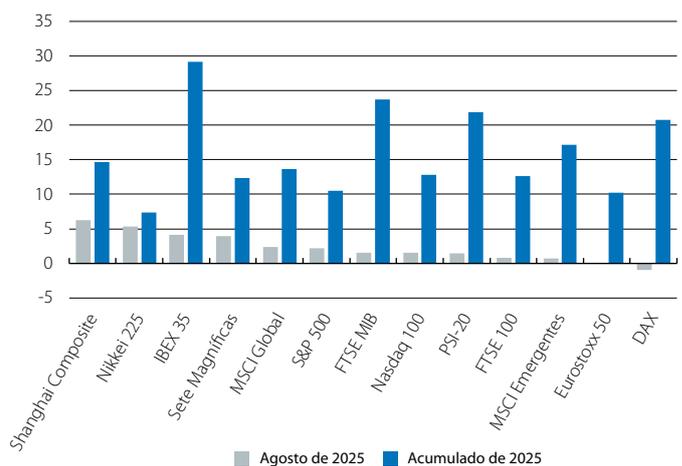
(p. b.)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Índices bolsistas

Variação (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Matérias-primas: preços

Variação (%)

| | Medida | Preço | Variação (%) | | | |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | | | Último mês | No ano | 2023 | 2024 |
| Commodities | Índice | 103,5 | 2,8 | 4,8 | -12,6 | 0,1 |
| Energia | Índice | 27,7 | -2,6 | -6,0 | -25,6 | -3,9 |
| Brent | \$/barril | 67,8 | -2,7 | -9,1 | -10,3 | -3,1 |
| Gás natural (Europa) | €/MWh | 31,6 | -7,0 | -35,4 | -57,6 | 51,1 |
| Metais preciosos | Índice | 352,0 | 7,4 | 32,2 | 4,1 | 19,0 |
| Ouro | \$/onça | 3.542,5 | 5,0 | 35,0 | 13,1 | 27,2 |
| Metais industriais | Índice | 143,2 | 2,7 | 2,1 | -13,7 | -1,6 |
| Alumínio | \$/Tm | 2.619,0 | 2,1 | 2,6 | 0,3 | 7,0 |
| Cobre | \$/Tm | 9.980,5 | 3,6 | 13,8 | 2,2 | 2,4 |
| Agrícola | Índice | 55,1 | 3,7 | -3,3 | -9,3 | -8,7 |
| Trigo | \$/bushel | 513,0 | -0,7 | -7,0 | -20,7 | -12,2 |

Nota: Dados de 3 de setembro.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

O que está por detrás das taxas de juro do BCE

A partir de 2022, o BCE completou um ciclo monetário, deixando para trás as taxas negativas e as medidas não convencionais da última década e reforçando fortemente a política monetária. Com a inflação gradualmente sob controlo, o BCE tem vindo a reduzir as suas taxas de juro desde 2024, até que a inflação esteja praticamente dentro do objetivo (2%) e a política monetária se encontre em território neutro (taxa *depo* em 2,00%).

Durante este ciclo, o BCE também ajustou a estrutura com que orienta e implementa a política monetária ao longo do ciclo, e fê-lo em duas dimensões: a estratégia e o quadro operacional.

Estratégia monetária: um guia para uma economia volátil

A estratégia é o quadro que orienta as decisões do BCE, sendo construída com base numa visão da conjuntura económica, dos objetivos da política monetária e de uma função de reação que descreve a forma de atingir o objetivo, tendo em conta as restrições ambientais. A última vez que o BCE reviu a sua estratégia foi em 2021: fê-lo influenciado por uma década de baixa inflação e fraca procura e concentrou energias em medidas para combater a deflação e a ameaça da *zero lower bound*.¹

Hoje o ambiente é claramente diferente, e esta mudança é evidente na atualização estratégica do BCE para 2025.

A nova estratégia baseia-se na ideia de que as transformações estruturais, como o realinhamento geopolítico ou as alterações climáticas, resultam num ambiente económico mais incerto e volátil. Tal significa que, para o BCE, a inflação pode desviar-se do objetivo de uma forma mais recorrente, persistente e significativa, quer no sentido descendente, como em 2010-2019, quer no sentido ascendente, como em 2021-2024. Por conseguinte, não basta reafirmar os elementos-chave do quadro estratégico existente, mas é necessário corrigir algumas deficiências identificadas nos últimos anos.

A continuidade dos pilares fundamentais dá-lhe segurança quanto ao comportamento do BCE. Não há alteração do objetivo de inflação (2%, simétrico, de médio prazo e ligado ao IHPC),² nem do conjunto de instrumentos oficiais (taxas de juro e medidas não convencionais, como a aquisição de ativos, as TLTRO direcionadas ou as *forward guidance*). O compromisso com as considerações climáticas é também reiterado, uma vez que estas são relevantes para a estabilidade dos preços. Contudo, a nova estratégia apresenta uma função de reação mais

Revisão estratégica e quadro operacional do BCE: pontos principais

| Revisão estratégica | | Quadro operacional | |
|------------------------------|---|------------------------------------|--|
| Contexto | Aumento da incerteza e da volatilidade devido a mudanças estruturais (geopolítica, IA, demografia, alterações climáticas, etc.). | Princípios de implementação | Eficácia, robustez, flexibilidade, eficiência e bom funcionamento dos mercados financeiros. Promover, sem prejuízo do objetivo principal (inflação) e dos princípios acima referidos, os objetivos secundários (apoio às políticas económicas gerais da UE e, em particular, à transição climática). |
| Objetivo de inflação | 2%, simétrico e de médio prazo. Métricas: IHPC. | Taxas de juro | Referência principal: taxa <i>depo</i> . Diferencial <i>refi</i> – <i>depo</i> de 15 p. b. (ant.: 50 p. b.), MLF – <i>refi</i> permanece em 25 p. b. |
| Ferramentas | Instrumento principal: taxas de juro. As medidas não convencionais (taxas negativas, QE, <i>forward guidance</i> , etc.) são também incluídas, sujeitas a uma avaliação da proporcionalidade. | Liquidez | Injetada com múltiplos instrumentos, mas com um papel fundamental para as MRO. As MRO e as LTRO a 3 meses continuam <i>fixed-rate tender</i> e <i>full allotment</i> . Serão introduzidas operações estruturais de crédito a longo prazo e uma carteira estrutural de ativos para cobrir as necessidades de liquidez decorrentes de fatores autónomos e de reservas mínimas. Sem interferir com a orientação da política monetária. Quadro alargado de garantias. |
| Função de reação | Reagir a desvios significativos e sustentados do objetivo, tanto para cima como para baixo. Choques desinflacionistas: risco de <i>zero lower bound</i> . Choques inflacionistas: risco de não linearidades em termos de preços e salários. | Reservas | Rácio de reserva (para determinar os requisitos mínimos) de 1% e 0% de remuneração para reservas mínimas. |
| Outros a ter em conta | As implicações das alterações climáticas para a política monetária. Estabilidade financeira como condição necessária para a estabilidade de preços. | Revisão | Última: 2024. Próxima: 2026 (revisão dos parâmetros). |
| Revisão | Última: 2025. Próxima: 2030. | | |

Nota: IHPC, índice harmonizado de preços no consumidor; LTRO, operações de refinanciamento de longo prazo; MLF, facilidade permanente de cedência de liquidez; MRO, operações principais de refinanciamento; QE, compra de ativos para fins de política monetária.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

1. O *zero lower bound* («limite zero») das taxas de juro refere-se à impossibilidade de baixar as taxas significativamente abaixo de 0%. Ver Focus «O custo das taxas de juro negativas: o caso do Riksbank» no IM03/2020.
2. O BCE reiterou também que gostaria que o IHPC incorporasse medidas mais representativas dos custos da habitação. O cálculo do IHPC, que depende do Eurostat, apenas inclui as rendas pagas, com um peso inferior a 6% do índice total.

equilibrada, sublinhando que o BCE deve reagir a desvios persistentes e significativos da inflação (em tempos de volatilidade, isto exige alguma tolerância em relação a desvios moderados e não um ajustamento fino da política monetária ao som dos dados mais recentes), quer sejam descendentes (como sublinhado na estratégia anterior) ou ascendentes. Neste mesmo enquadramento, o BCE introduz a agilidade como uma característica essencial das medidas não convencionais, o que, no futuro, se poderá traduzir na inclusão de «vias de evacuação» na conceção destes instrumentos, de modo a que, se o cenário se alterar abruptamente (como aconteceu em 2022), o BCE possa reconfigurar a sua política monetária sem sofrer uma retirada indesejavelmente lenta do estímulo.³

Quadro operacional: a transição para a liquidez

A revisão do quadro operacional é muito mais substancial, pelo menos formalmente, uma vez que, na prática, formaliza operações que tinham sido impostas por necessidade após a crise financeira de 2008 (como a fixação da *depo* como taxa de juro de referência ou a *fixed-rate, full allotment* (FRFA) nas operações de refinanciamento).⁴ O desafio para o quadro operacional é, no entanto, prospetivo: assegurar que a drenagem de liquidez do BCE⁵ não comprometa a execução da política monetária. O BCE pretende passar do atual ambiente de ampla liquidez, injetada pelo próprio banco central através de medidas não convencionais, para um mundo em que é o próprio sistema financeiro que determina a liquidez que deseja possuir: ou seja, passar de um sistema regido pela oferta de liquidez do banco central para um sistema orientado pela procura de liquidez por parte das instituições financeiras.

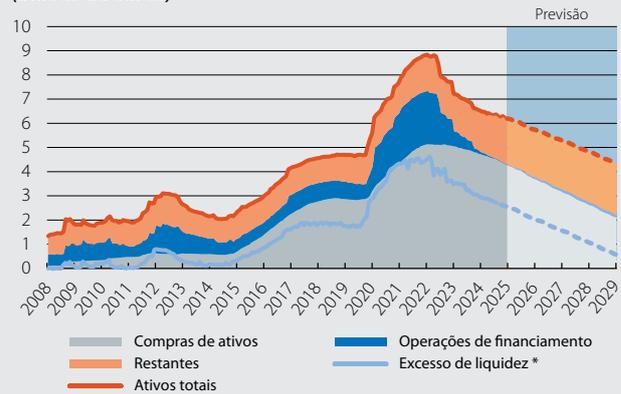
A opinião é que um sistema orientado para a procura é mais eficiente (a procura é autossatisfatória e é assegurada uma distribuição adequada da liquidez) e robusto, para além de reduzir a presença do banco central nos mercados financeiros.⁶ Para o fazer, o BCE fará das suas operações regulares de refinanciamento a principal fonte de liquidez direta do banco central (especialmente as chamadas MRO a sete dias, mas também as LTRO a três meses). Além disso, nos próximos anos, o BCE lançará dois novos instrumentos de constituição de reservas: operações de empréstimos estruturais a longo prazo e uma carteira de ativos estruturais. Pretende-se que estes dois instrumentos não interfiram com a orientação (estímulo ou restrição) da política monetária, mas que, sendo de longo prazo, proporcionem estabilidade às necessidades de liquidez das instituições financeiras (e não as obriguem a um refinanciamento contínuo de grandes volumes).

O BCE prevê igualmente que os mercados se tornem uma fonte de financiamento mais relevante. Este facto influenciou a decisão de estreitar o corredor entre as suas taxas *refi* (o custo de contrair empréstimos junto do BCE com OPR) e *depo* (a

3. O simples facto de enviar esta mensagem é um exemplo de uma via de escape, uma vez que comunica que o BCE quer poder abandonar rapidamente as medidas não convencionais se o cenário o exigir.
 4. *Fixed-rate, full allotment*: taxa de juro fixa, procura satisfeita; Ou seja, à taxa de juro fixa anunciada pelo BCE, cada banco obtém toda a liquidez que quiser.
 5. O BCE está a retirar liquidez do sistema financeiro com a retirada dos programas de compra de ativos e o reembolso já concluído das TLTRO direcionadas (empréstimos de longo prazo).
 6. Ver Focus «BCE em análise» em IM12/2023.

Balço do BCE: ativos totais

(Bilhões de euros)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.
Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e projeções próprias.

Utilização pelos bancos europeus das operações MRO do BCE

(Mil milhões de euros)



Nota: A projeção para dezembro de 2027 corresponde à expectativa mediana do Inquérito aos Analistas Monetários (MRO + LTRO a 3 meses).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

remuneração do depósito de liquidez junto do BCE). O BCE reduziu este diferencial de 50 p. b. para 15 p. b., com o duplo objetivo de tornar os empréstimos das MRO mais atrativos (de facto, a *refi* é reduzida em 35 p. b.) e de reduzir a volatilidade das taxas de juro interbancárias. Ao mesmo tempo, procurou manter um corredor entre a *refi* e a *depo* suficientemente amplo para preservar os incentivos à concessão e contração de empréstimos nos mercados.⁷ A transição será, no entanto, gradual, uma vez que a drenagem de liquidez do BCE está a progredir lentamente⁸ (ver segundo gráfico) e a retoma da procura de nova liquidez é ainda incipiente (ver terceiro gráfico).

No seu conjunto, estas alterações na estratégia e nas operações demonstram que o BCE viveu um ciclo exigente e tomou nota, tornando-se mais eficiente e flexível para lidar com um ambiente que ameaça com choques de natureza muito diferente (desde choques de oferta e cenários de estagflação a quedas da procura e o risco de um *zero lower bound*).

7. Os mutuantes podem obter uma remuneração superior à *depo* e os mutuários pagam um custo inferior ao da *refi*.
 8. Fá-lo de forma passiva, não reinvestindo o capital dos ativos adquiridos há anos no âmbito dos programas de aquisição APP e PEPP, que se vão vencendo progressivamente.

Taxas de juro (%)

| | 31-agosto | 31-julho | Varição mensal (p. b.) | Varição acum. em 2025 (p. b.) | Varição homóloga (p. b.) |
|-------------------------------------|-----------|----------|---------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| Zona Euro | | | | | |
| Refi BCE | 2,15 | 2,15 | 0 | -100,0 | -210,0 |
| Euribor 3 meses | 2,06 | 2,01 | 5 | -65,3 | -142,9 |
| Euribor 12 meses | 2,12 | 2,13 | -1 | -34,1 | -96,9 |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha) | 1,90 | 1,88 | 2 | -34,2 | -92,4 |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha) | 1,94 | 1,96 | -2 | -14,2 | -45,1 |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | 2,72 | 2,70 | 3 | 35,7 | 42,5 |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha) | 3,33 | 3,28 | 6 | 26,9 | 19,7 |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 3,18 | 3,12 | 6 | 33,2 | 26,9 |
| EUA | | | | | |
| Fed funds (limite inferior) | 4,25 | 4,25 | 0 | 0,0 | -100,0 |
| SOFR 3 meses | 4,17 | 4,30 | -13 | -13,4 | -84,6 |
| Dívida pública a 1 ano | 3,83 | 4,09 | -26 | -30,9 | -56,9 |
| Dívida pública a 2 anos | 3,62 | 3,96 | -34 | -62,5 | -30,0 |
| Dívida pública a 10 anos | 4,23 | 4,37 | -15 | -34,1 | 32,5 |

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

| | 31-agosto | 31-julho | Varição mensal (p. b.) | Varição acum. em 2025 (p. b.) | Varição homóloga (p. b.) |
|-------------------------------|-----------|----------|---------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| Itraxx Corporativo | 55 | 54 | 2 | -2,3 | 2,9 |
| Itraxx Financeiro Sénior | 59 | 56 | 3 | -4,3 | -0,9 |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 101 | 96 | 5 | -11,3 | -6,5 |

Taxas de câmbio

| | 31-agosto | 31-julho | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2025 (%) | Varição homóloga (%) |
|----------------------------|-----------|----------|-----------------------|------------------------------|-------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,17 | 1,14 | 2,4 | 12,9 | 5,8 |
| EUR/JPY (ienes por euro) | 171,9 | 172,1 | -0,1 | 5,6 | 6,4 |
| EUR/GBP (libras por euro) | 0,87 | 0,86 | 0,1 | 4,6 | 2,9 |
| USD/JPY (ienes por dólar) | 147,1 | 150,8 | -2,5 | -6,5 | 0,6 |

Matérias-primas

| | 31-agosto | 31-julho | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2025 (%) | Varição homóloga (%) |
|-------------------------------|-----------|----------|-----------------------|------------------------------|-------------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 554,89 | 562,11 | -1,3 | 3,4 | 3,5 |
| Brent (\$/barril) | 68,12 | 72,53 | -6,1 | -8,7 | -13,6 |
| Ouro (\$/onça) | 3.447,95 | 3.289,93 | 4,8 | 31,4 | 37,7 |

Mercado acionista

| | 31-agosto | 31-julho | Varição mensal (%) | Varição acum. em 2025 (%) | Varição homóloga (%) |
|--------------------------|-----------|----------|-----------------------|------------------------------|-------------------------|
| S&P 500 (EUA) | 6.460 | 6.339 | 1,9 | 9,8 | 14,4 |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 5.352 | 5.320 | 0,6 | 9,3 | 7,9 |
| Ibex 35 (Espanha) | 14.936 | 14.397 | 3,7 | 28,8 | 31,0 |
| PSI 20 (Portugal) | 7.760 | 7.712 | 0,6 | 21,7 | 14,8 |
| Nikkei 225 (Japão) | 42.718 | 41.070 | 4,0 | 7,1 | 10,5 |
| MSCI emergentes | 1.258 | 1.243 | 1,2 | 17,0 | 14,4 |