

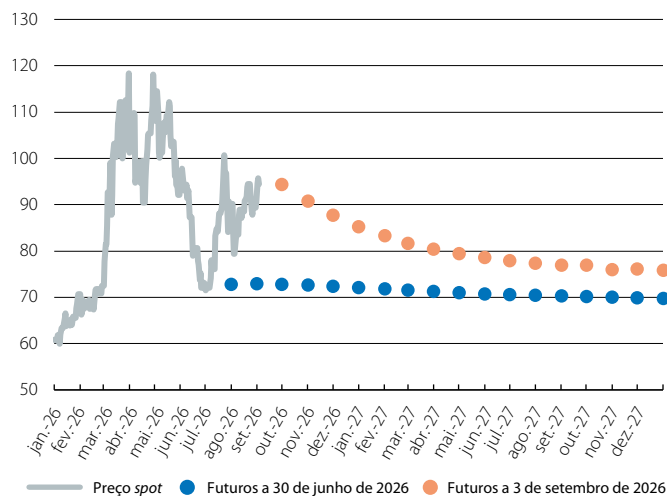
O verão não afeta os mercados

Médio Oriente, volatilidade e incerteza marcam os mercados neste verão. Os mercados financeiros viveram um período de verão marcado por alguma intensidade e volatilidade, impulsionados pela continuidade do conflito no Médio Oriente e pela tensão nos preços da energia, com a consequente pressão sobre as expectativas de inflação e de política monetária. Dessa forma, julho e agosto foram marcados por um novo aumento dos preços do petróleo e do gás, uma subida generalizada das taxas de juro e uma certa fraqueza do dólar norte-americano, num contexto de reação fria por parte dos investidores face à falta de clareza nas declarações do presidente da Reserva Federal, Kevin Warsh, e às intervenções nos mercados cambiais e de dívida do secretário do Tesouro, Scott Bessent. Apesar deste contexto, as bolsas das principais economias avançadas conseguiram encerrar os meses de julho e agosto com ganhos, graças a uma sólida época de resultados.

Pressão sobre os preços da energia. O preço do petróleo Brent oscilou numa faixa extraordinariamente ampla, acompanhando as reviravoltas diplomáticas do conflito no Médio Oriente. Até ao início de julho, o Brent oscilava perto de 70 dólares por barril, refletindo a esperança de uma resolução da guerra e da recuperação da oferta, o que moderou a sua queda homóloga para 6,3 mb/d. No entanto, o recomeço das hostilidades, o novo encerramento do Estreito de Ormuz e as ameaças dos houthis no Mar Vermelho (rota alternativa para as exportações de crude da Arábia Saudita) fizeram com que o preço ultrapassasse os 100 dólares. No início de setembro, o preço oscilava entre os 90 e os 95 dólares por barril, num contexto marcado pelas negociações entre o Irão e Omã para estabelecer um corredor de navegação no Estreito de Ormuz e por novos ataques militares. A pressão sobre o gás natural foi ainda mais intensa, com a cotação de referência europeia (TTF) a passar de cerca de 40 €/MWh em junho para mais de 70 €/MWh, impulsionada pela interação entre o conflito no Médio Oriente, o aumento da procura por eletricidade na Europa (associado às ondas de calor) e as reservas de gás relativamente baixas (pouco mais de 60% da capacidade da UE em agosto vs. 80% na média mensal dos últimos anos). Além disso, julho e agosto registaram também um aumento generalizado dos preços dos produtos agrícolas e dos metais, tendo o índice sintético de matérias-primas da Bloomberg subido cerca de 15%.

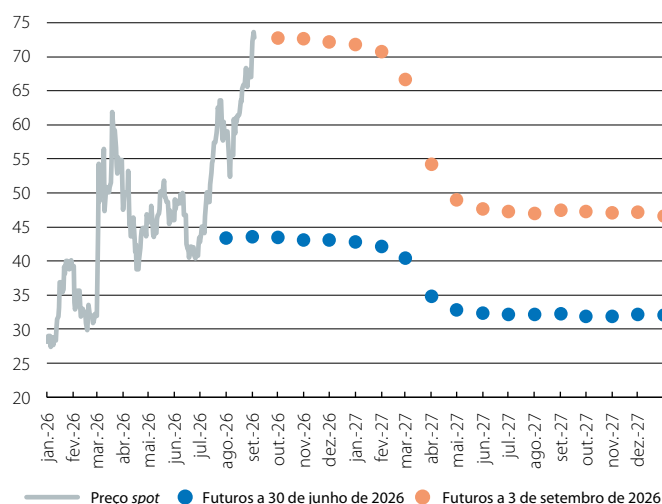
Aumento generalizado das taxas de juro soberanas. O aumento dos preços das matérias-primas exerceu pressão sobre as expectativas de inflação, com os *swaps* a 2 anos dos EUA e da Zona Euro a subirem para 2,5%-2,8%. Juntamente com a resiliência da atividade económica (ver a secção da Economia Internacional) e os sinais *hawkish* de alguns bancos centrais, para além do contexto global de elevada dívida pública, estes fatores provocaram um aumento generalizado das taxas de juro dos títulos do Tesouro, com uma subida acumulada de cerca de 50 p. b. nas taxas a 2 e 10 anos da Zona Euro, onde, no entanto, os prémios de risco periféricos se mantiveram relativamente estáveis. Os EUA também registaram aumentos das taxas de juro, mas com algumas diferenças (as taxas a 10 anos subiram cerca de 30 p. b., enquanto as de curto prazo apresentaram menores oscilações, num contexto em que os mercados foram influenciados pelas intervenções de Scott Bessent (Tesouro) e Kevin Warsh (Fed). Mais concretamente, o Tesouro dos Estados Unidos anunciou um aumento das recompras de obrigações de longo prazo entre setembro e novembro, passando dos atuais 2 mil milhões de dólares por transação para 4 mil milhões. Bessent apresen-

Preço do petróleo Brent (Dólares por barril)



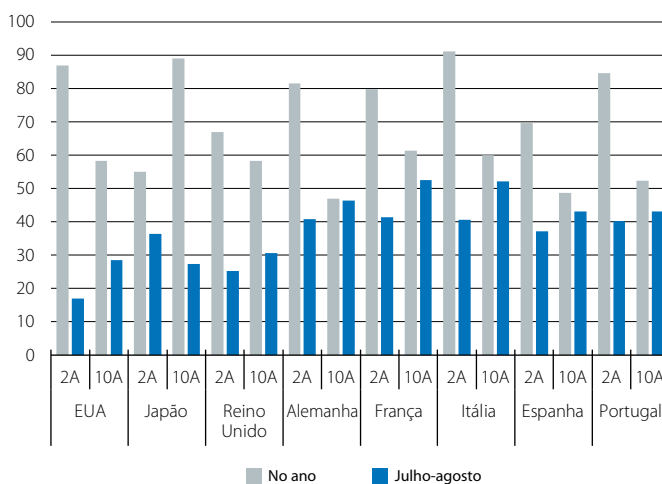
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preço do gás TTF (Euros por MWh)



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

Taxas de juro dos títulos do Tesouro Variação (p. b.)



Nota: Prazos de 2 e 10 anos (2A e 10A).

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

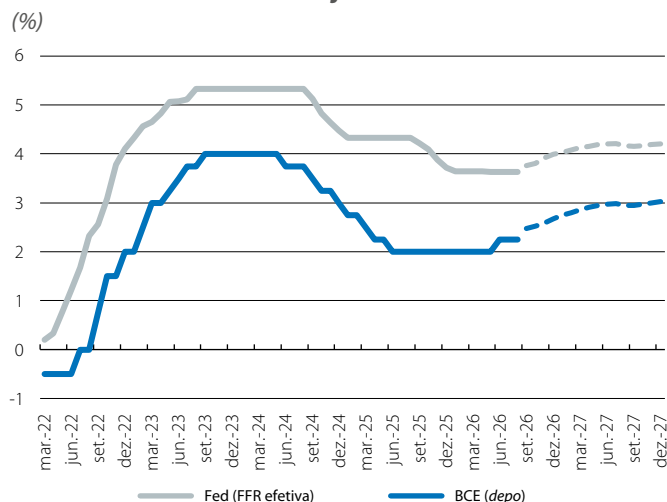
tou o anúncio em termos de gestão da liquidez do mercado, mas entre os investidores foi interpretado como um sinal da vontade da Administração Trump de manter as taxas baixas. Além disso, esse sinal contrastou com a filosofia de «mercados menos intervencionados», defendida por Warsh desde a sua chegada à Fed.

Os mercados antecipam subidas das taxas por parte da Fed e do BCE. Embora tenham mantido as taxas inalteradas nas suas reuniões de julho, as comunicações da Fed e do BCE assumiram um tom *hawkish* ao longo do verão, sublinhando os riscos de uma inflação excessivamente elevada num contexto de atividade económica resiliente. Na reunião anual de Jackson Hole, o presidente da Reserva Federal, Kevin Warsh, descreveu uma atividade económica forte, ao mesmo tempo que admitiu a sua preocupação com alguns dados relativos à inflação e salientou que as condições financeiras não são restritivas. Com isso, apresentou uma avaliação mais explícita do que o habitual e dissipou a indecisão sentida pelos investidores em julho. Em resposta, os mercados encerraram o mês de agosto a descontar um aumento das taxas de juro por parte da Fed antes do final do ano (*fed funds* entre 3,75% e 4,00%) e outro aumento em 2027 (taxas entre 4,00% e 4,25%). Por outro lado, a maioria dos membros do BCE manifestou o desejo de voltar a aumentar as taxas de juro na Europa, a fim de evitar que, num contexto de atividade resiliente, o aumento da inflação energética (decorrente da situação no Médio Oriente) provoque efeitos indiretos e uma inflação global superior a 2% durante um período demasiado longo. Assim, os mercados atribuíam praticamente 100% de probabilidade de que o BCE aumentasse a taxa *depo* para 2,50% em setembro e previam entre um e dois aumentos adicionais em 2027.

As bolsas encerram com resultados positivos num verão volátil. Ao longo dos meses de julho e agosto, os principais índices bolsistas da Europa e dos EUA encerraram em alta, com o Stoxx EUR 600 e o S&P 500 a registarem ganhos entre 1% e 2%, respetivamente. Este balanço baseou-se na resiliência da atividade económica e numa sólida época de resultados em ambos os lados do Atlântico, com um crescimento dos lucros superior ao previsto pelo consenso e um setor tecnológico que continuou a superar as expectativas. No entanto, verificaram-se dinâmicas divergentes, com um mês de julho marcado por recuos (mais acentuados entre as empresas tecnológicas) e um mês de agosto de recuperação. Por setores, destacaram-se positivamente a energia, o setor financeiro e os recursos básicos, enquanto, entre os países europeus, contrastou a recuperação da bolsa alemã (superior a 3%) com as dificuldades do CAC francês. A bolsa japonesa também registou um desempenho negativo, com o Nikkei a recuar mais de 5% no conjunto dos meses de julho e agosto (mais afetado pela fraqueza do setor tecnológico em julho e pelo recomeço das hostilidades no Médio Oriente), enquanto, entre as economias emergentes, as bolsas registaram ganhos na América Latina e perdas na Ásia.

O dólar norte-americano recua. No mercado cambial, o dólar norte-americano registou uma depreciação moderada, mas generalizada, face às principais moedas. Esta desvalorização ocorreu em duas fases, no final de julho e em meados de agosto. No caso do iene, a 30 de julho, o dólar depreciou-se quase 3%, na sequência de uma intervenção coordenada do Tesouro norte-americano e das autoridades japonesas com o objetivo de apoiar a moeda japonesa. Já os anúncios de recompra de obrigações de longo prazo pelo Tesouro norte-americano, em meados de agosto, desencadearam um novo episódio de depreciação do dólar. Dessa forma, no conjunto dos meses de julho e agosto, o dólar desvalorizou-se quase 2% (índice DXY), enquanto o euro recuperou terreno, atingindo os 1,16 dólares.

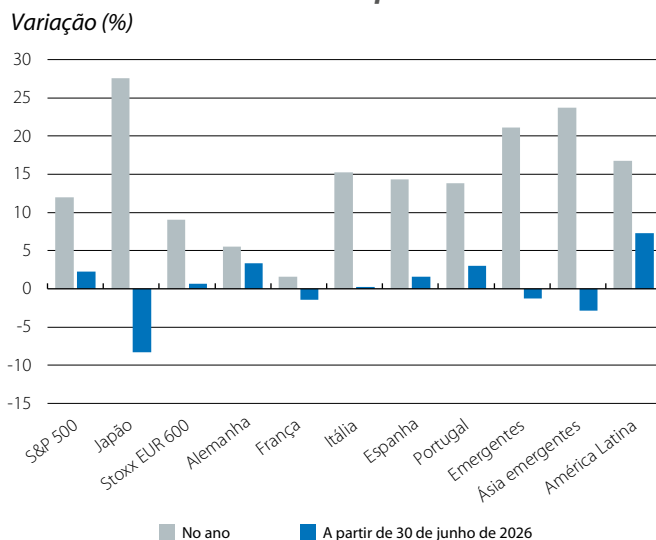
Bancos centrais: taxas de juro de referência



Nota: Os pontos apresentam as taxas forwards implícitas para a Fed e o BCE, com referência a 3 de setembro de 2026.

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

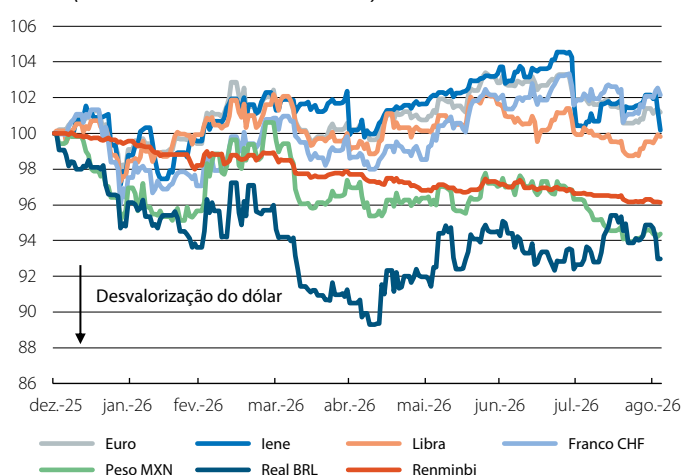
Bolsas internacionais: desempenho em 2026



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

Moedas: taxa de câmbio face ao dólar norte-americano

Índice (100 = 31 de dezembro de 2025)



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

O caminho do BCE rumo a uma nova normalidade

Por trás das oscilações e dos sobressaltos da conjuntura económica, a Zona Euro e o BCE avançam rumo a uma nova normalidade no contexto financeiro. Nos últimos anos, o BCE reduziu a sua influência nos mercados, com o regresso a uma política monetária convencional e o abandono da orientação futura (*forward guidance*). Dessa forma, atualmente, a política monetária é determinada pelas taxas de juro de referência (essencialmente, a taxa da facilidade permanente de depósitos, *depo*)¹ e o BCE não se compromete com nenhuma trajetória futura das taxas de juro, mas procura uma tomada de decisões ágil, reunião a reunião e de acordo com os dados e os acontecimentos económicos e geopolíticos.

Esta nova normalidade é bastante visível nas taxas de juro. Como se pode ver no primeiro gráfico, as taxas de juro soberanas das grandes economias da Zona Euro voltaram a situar-se em níveis semelhantes aos registados antes da crise financeira de 2008. Ao mesmo tempo, e ao contrário desse período anterior à crise, os investidores demonstram uma capacidade de discernimento que se reflete na dispersão das taxas entre os diferentes países e, por conseguinte, no preço das respetivas dívidas públicas. Por outras palavras, existem prémios de risco positivos, que se situam em níveis coerentes com os fundamentos macroeconómicos dos países,² mesmo após o choque energético do Médio Oriente.

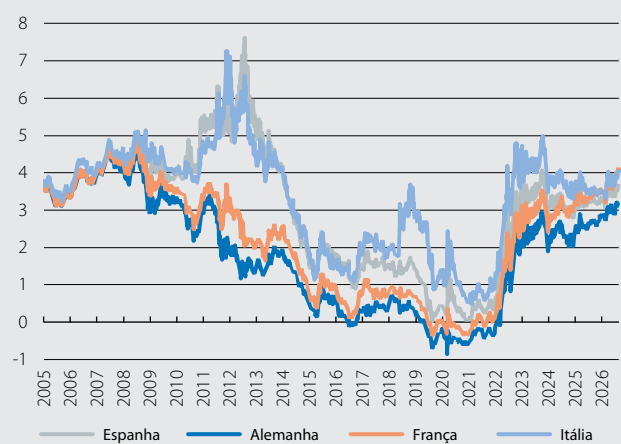
O caminho para a nova normalidade também se reflete no balanço do BCE. Num período de cinco anos, passou de um pico equivalente a 65% do PIB da Zona Euro (2021) para oscilar em torno dos 37% (um peso comparável ao de 2017). Esta redução foi concretizada através da retirada da liquidez injetada pelo Eurosistema durante os anos de crise (crise financeira global de 2008, crise da dívida soberana na Europa e pandemia da COVID-19), na sequência do fim dos empréstimos extraordinários ao setor financeiro (TLTRO) e da alienação passiva da dívida adquirida no âmbito dos programas de QE.³ Estas tendências irão man-

1. Isto é, a taxa de juro à qual são remunerados os depósitos *overnight* que os bancos mantêm junto do Eurosistema. Não se deve confundir estes depósitos com as reservas mínimas exigidas que, com um coeficiente atual de 1%, recebem uma remuneração de 0%.

2. Ver o Focus «Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal» no IM02/2026.

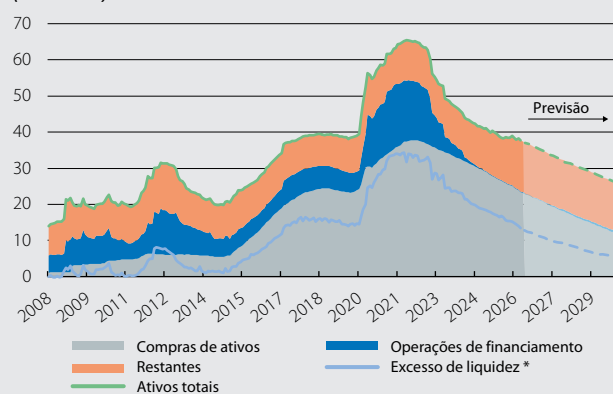
3. Os dois grandes programas de QE foram o APP (2014-2023) e o PEPP (2020-2024), através dos quais o BCE adquiriu dívida pública e empresarial (não diretamente, mas sim nos mercados secundários) para conter os riscos de fragmentação financeira e estimular a economia quando as taxas oficiais (em 0% e até ligeiramente negativas) esgotaram a sua margem de manobra. O BCE suspendeu as compras líquidas de ambos os programas em 2022, mas continuou a comprar «em termos brutos», reinvestindo em novos ativos o capital dos ativos adquiridos que iam vencendo. Por fim, o BCE começou a alienar passivamente esta dívida, pondo fim aos reinvestimentos (de forma total em julho de 2023 no que diz respeito ao APP e em janeiro de 2025 ao PEPP).

Zona Euro: taxas de juro soberanas a 10 anos (%)



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

Balanço do BCE: ativos totais (% do PIB)



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.

ter-se nos próximos anos e, por serem passivas e graduais, farão com que a liquidez continue a ser abundante a curto e médio prazo. O segundo gráfico mostra que o excesso de liquidez não descerá abaixo dos 5% do PIB até meados/finais de 2029.⁴

De facto, a comparação histórica apresentada no terceiro gráfico sugere que ainda há uma margem considerável até que a retirada de liquidez comece a gerar alguma escassez e que esta se traduza, por exemplo, num aumento dos

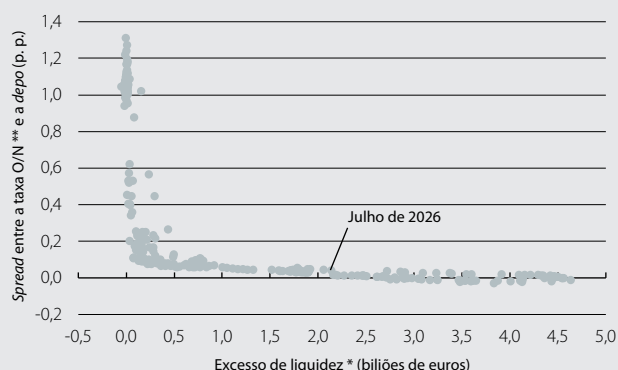
4. A projeção do balanço segue premissas mecânicas: o APP e o PEPP («aquisições de ativos») diminuem passivamente à medida que os ativos atingem a maturidade; as MRO e as LTRO («transações de financiamento») evoluem de acordo com a projeção mediana do Inquérito aos Analistas Monetários do BCE de junho de 2026; e o restante do balanço cresce de acordo com as tendências históricas. Por sua vez, o excesso de liquidez projetado evolui numa relação de 1 para 1 com a soma das «aquisição de ativos» e das «operações de financiamento».

spreads nos mercados monetários. Contudo, é difícil estimar a partir de que nível a liquidez deixará de ser «excessiva». Além disso, verificaram-se alterações no contexto que sugerem que este impasse poderá ser diferente do observado no passado e que a escassez de liquidez poderá surgir em níveis que anteriormente teriam sido considerados confortáveis: uma menor tolerância ao risco que dificulte a redistribuição de liquidez no seio do sistema bancário, um endurecimento da regulamentação financeira ou um desejo de precaução no sentido de dispor de maiores reservas de liquidez.⁵

É justamente por isso que o BCE tem acompanhado o regresso à normalidade das suas ferramentas monetárias (essencialmente a redução do balanço) com uma reforma do seu quadro operacional, de modo a garantir que a retirada de liquidez não comprometa a implementação da política monetária no futuro. Conforme já analisámos,⁶ o BCE pretende passar do contexto atual, em que existe uma liquidez abundante injetada originalmente pelo próprio banco central, para um cenário em que seja o próprio sistema financeiro a determinar a liquidez que pretende deter. Para o implementar, o BCE fará das suas transações regulares de refinanciamento (MRO a sete dias e LTRO a três meses) a principal fonte de liquidez direta e, além disso, lançará dois novos instrumentos para fornecer reservas: transações de crédito a longo prazo e uma carteira estrutural de ativos (não se tratará de instrumentos «de política monetária», mas sim de ferramentas estruturais destinadas a garantir a estabilidade das necessidades de liquidez do sistema financeiro).

A reforma do quadro operacional já tinha sido anunciada em 2024. Prevê-se que, em 2026, o BCE reavalie a sua implementação e analise a possibilidade de recalibrar (ou não) alguns parâmetros. Por enquanto, a liquidez continua a ser abundante e, por conseguinte, nestes dois anos a transição tem sido muito gradual, como também ilustra um renascimento ainda muito incipiente da procura por nova liquidez (ver o último gráfico). Uma evolução gradual que se prevê que se mantenha no futuro.

Zona Euro: spreads entre taxas de juro e excesso de liquidez

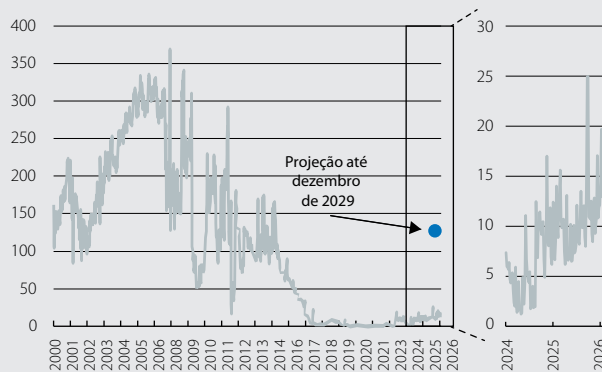


Notas: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez. ** Corresponde à Eonia entre 2000 e 2019 e à €STR mais 8,5 p. b. a partir de 2020.

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

Utilização pelos bancos europeus das operações MRO do BCE

(Milhares de milhões de euros)



Nota: A projeção para dezembro de 2029 corresponde à expectativa mediana do Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO a 3 meses).

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

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de novembro de 2025.

6. Ver Focus «O que está por trás das taxas de juro do BCE» no IM09/2025.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,40	0	25	25
Euribor 3 meses	2,59	2,48	11	57	53
Euribor 12 meses	3,00	2,96	4	76	88
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,68	2,62	6	67	78
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,94	2,82	12	82	100
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,32	3,21	12	47	60
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,78	3,65	12	49	45
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,67	3,55	13	52	49
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,76	3,75	1	11	-41
Dívida pública a 1 ano	4,14	4,03	11	67	31
Dívida pública a 2 anos	4,34	4,29	5	87	72
Dívida pública a 10 anos	4,75	4,73	2	58	52

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	54	-3	0,5	-4,2
Itraxx Financeiro Sénior	54	56	-2	-0,5	-5,6
Itraxx Financeiro Subordinado	87	89	-2	-5,5	-13,4

Taxas de câmbio

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,162	1,153	0,8	-1,1	-0,6
EUR/JPY (ienes por euro)	185,590	181,430	2,3	0,9	8,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,857	0,855	0,3	-1,6	-0,9
USD/JPY (ienes por dólar)	159,740	157,400	1,5	1,9	8,6

Matérias-primas

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	141,4	132,1	7,1	28,9	37,5
Brent (\$/barril)	90,5	90,1	0,4	48,7	32,8
Ouro (\$/onça)	4.437,4	4.046,2	9,7	2,7	28,7

Mercado acionista

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.686,1	7.489,7	2,6	12,3	19,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.420,2	6.358,0	1,0	10,9	20,0
Ibex 35 (Espanha)	19.974,1	19.782,9	1,0	15,4	33,7
PSI 20 (Portugal)	9.437,2	9.116,0	3,5	14,2	21,6
Nikkei 225 (Japão)	66.311,9	64.362,0	3,0	31,7	55,2
MSCI emergentes	1.719,3	1.665,9	3,2	22,4	36,6