

O BCE A CIRCULAR NA VIA DO MEIO. COMO A POLÍTICA MONETÁRIA ESTÁ A ADAPTAR-SE A UMA ECONOMIA EM RÁPIDA TRANSIÇÃO

Bruno Fernandes: brunofernandes@santander.pt

Rui Constantino: rui.constantino@santander.pt

Mensagem chave:

- **Desinflação assimétrica:** A inflação dos bens industriais aproxima-se da meta de 2%, enquanto os serviços mantêm uma trajetória mais resistente. O BCE acompanha de perto esta divergência, com especial atenção ao comportamento dos preços nos serviços.
- **Moderação salarial e transmissão eficaz:** O crescimento dos salários está a desacelerar, contribuindo para a redução das pressões inflacionistas. A política monetária está a ser transmitida com eficácia: os custos de financiamento estão a cair e o crédito às famílias mostra sinais de estabilização.
- **Redução gradual das taxas e do balanço:** A taxa de depósito está em 2% desde julho de 2025. O BCE prossegue com a redução do seu balanço, mantendo o controlo da política monetária através de uma nova estrutura operacional centrada nas taxas curtas e nas operações de refinanciamento.
- **Gestão ativa dos riscos num contexto volátil:** Face à crescente incerteza global — choques de oferta, transição energética e digitalização — o BCE adota uma abordagem baseada na gestão de riscos e na opcionalidade, preservando flexibilidade para ajustar a política conforme os dados evoluem.
- **Abordagem gradual e equilibrada:** O BCE segue a “via do meio”, ajustando a política reunião a reunião com base em três pilares: perspetivas de inflação, pressões subjacentes e força da transmissão. O objetivo é evitar apertos excessivos que prejudiquem a recuperação económica.

Um mundo em transição: como o BCE está a ajustar a política monetária ao novo ciclo económico

Em novembro de 2025, o Banco Central Europeu (BCE), através das intervenções de Philip Lane e Isabel Schnabel, apresentou uma análise integrada da conjuntura económica da área do euro e da sua estratégia de política monetária. A mensagem é clara: a desinflação prossegue, mas a ritmos distintos — os preços dos bens industriais convergem para a meta de 2%, enquanto os serviços mantêm uma trajetória mais lenta de desaceleração. A moderação das pressões salariais tem permitido ao BCE reduzir gradualmente as taxas diretoras (com a taxa de depósito atualmente em 2%) e avançar com a redução do balanço, mantendo a eficácia da transmissão monetária mesmo num ambiente de menor liquidez.

De onde vimos: o legado da política monetária expansionista

Nos últimos dez anos, o BCE enfrentou múltiplos choques - pandemia, guerra na Ucrânia, inflação energética - com uma política monetária fortemente expansionista. As taxas de juro foram reduzidas a mínimos históricos e o balanço do Eurosistema expandiu-se significativamente através de programas de compra de ativos como o APP (*Asset Purchase Programme*, lançado em 2015) e o PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, em 2020).

Estes programas visaram garantir condições financeiras favoráveis e apoiar o regresso da inflação à meta de 2%, através da aquisição de títulos públicos e privados. A partir de 2022, iniciou-se a fase de **normalização quantitativa de política monetária**: fim das compras líquidas, reinvestimentos limitados e encerramento dos

TLTROs (*operações de refinanciamento de longo prazo direcionadas*), marcando a transição para uma política mais neutra.

Onde estamos: reequilíbrio económico e transição monetária

A economia da área do euro encontra-se em fase de reequilíbrio. O consumo privado continua a ser um motor relevante do crescimento, com uma taxa de poupança de 15,45% no segundo trimestre de 2025. O investimento empresarial revela moderação nos ativos físicos, mas resiliência nos ativos intangíveis, como software e capital organizacional.

Os indicadores de confiança e atividade apontam para uma recuperação gradual, compatível com um crescimento do PIB real de 0,9% em 2025 e uma aceleração para 1,2% em 2026, num contexto de estabilização ou descida das taxas de juro.

O processo desinflationista avança em duas velocidades:

- **Bens industriais não energéticos (NEIG):** inflação em 0,6% em outubro.
- **Serviços:** inflação em 3,4%, o valor mais elevado desde abril, mas com tendência descendente.

O “último quilómetro” da desinflação está nos serviços, e o BCE procura sinais de consolidação dessa trajetória. Os salários, por sua vez, desaceleraram para 3,7% no segundo trimestre, após terem atingido 5,4% no início de 2024, o que contribui para reduzir o risco de efeitos de segunda ordem.

A transmissão monetária mostra sinais positivos: os custos de novos empréstimos estão a cair e o crédito às famílias cresceu 2,6% em setembro. A taxa de depósito está em 2% desde julho, e o BCE segue uma abordagem gradual, reunião a reunião, guiada por três pilares:

1. Perspetivas de inflação;
2. Pressões subjacentes;
3. Força da transmissão.

Neste sentido, a metáfora implícita onde se posiciona o BCE, Lane chama-lhe a “**via do meio**”: avançar **reunião a reunião**, guiados pelos três pilares: (1) *perspetivas* de inflação, (2) *underlying* (pressões subjacentes) e (3) **força da transmissão**. Evitando reacender da inflação como um aperto desnecessário que trave a recuperação.

Como os riscos e incertezas moldam a política — o “mundo em transição”

Num mundo mais volátil - com choques de oferta frequentes, reorganização das cadeias de valor, transição energética e digitalização - o BCE adota uma abordagem de **gestão de riscos**: ou seja, calibra as decisões não apenas com base no cenário central, mas também nos riscos em torno dele.

A isto junta-se a **opcionalidade**, que significa manter margem de manobra para reagir a novos dados, evitando compromissos rígidos que limitem a capacidade de resposta.

A sala de máquinas: como o BCE mantém o controlo com menos balanço

O BCE explica que, mesmo com um balanço mais pequeno mantém o controlo eficaz da política monetária. A nova **estrutura operacional**, apresentada por Isabel Schnabel, assenta em três pilares:

1. **Âncora nas taxas curtas:** o BCE opera com um **corredor de taxas** — entre a **DFR** (*Deposit Facility Rate*, atualmente em 2,00%) e a **MLF** (*Marginal Lending Facility*, em 2,40%). A taxa de juro das operações principais de refinanciamento (**MRO**) está em 2,15%. Este corredor define os limites dentro dos quais as taxas de mercado devem oscilar.
2. **Sequência de fornecimento de reservas:** a liquidez é inicialmente reduzida por fatores autónomos e pelo escoamento natural das carteiras; em seguida, o BCE recorre a operações de refinanciamento como as MROs (semanais) e LTROs (de maturidade mais longa). Em setembro, as MROs totalizaram 7,98 mil milhões de euros e as LTROs 12,16 mil milhões.
3. **Mercados mais funcionais:** com menos compras de ativos e maior recurso a operações de repo e colateral, os mercados privados recuperam protagonismo, melhorando a redistribuição de liquidez e reforçando a eficácia da transmissão monetária

O fio condutor: uma abordagem prudente e equilibrada

Juntando as peças, a mensagem é coerente:

- **Conjuntura macroeconómica:** inflação em desaceleração, salários a convergir para a meta, crescimento moderado, mas com sinais de recuperação, e transmissão monetária eficaz.
- **Riscos:** elevada incerteza e choques de oferta exigem gestão ativa e flexibilidade (i.e., **gestão de riscos** e **opcionalidade** protegem contra erros de calibragem).
- **Operacional:** redução do balanço sem comprometer o controlo da política, com taxas curtas bem ancoradas e mercados a funcionar melhor.

Conclusão

Em suma, **Philip Lane traça o rumo da economia e da inflação**, sublinhando a necessidade de uma abordagem prudente e gradual. **Isabel Schnabel complementa com o enquadramento técnico**, demonstrando como o BCE assegura uma transmissão eficaz da política monetária, mesmo num contexto de redução do balanço.

Neste enquadramento, **o BCE considera que o atual nível das taxas diretoras é apropriado face às condições económicas e financeiras**. Para que se justifique uma nova descida das taxas de juro — por exemplo, uma redução adicional de 25 pontos base — será necessário observar uma convergência mais clara da inflação dos serviços para a meta de 2%, num contexto de crescimento económico que se antevê moderado em 2026.

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., 2025. Todos os direitos reservados.