

O que mudou entre setembro e dezembro para a Reserva Federal dos EUA?

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

Principais mensagens

Entre setembro e dezembro de 2025, a Reserva Federal (*Fed*) realizou três coisas em paralelo:

- **Reduziu a taxa diretora por três vezes** (três cortes de 25 pb):
- **Alterou a narrativa macro:** passou de um discurso dominado pela necessidade de controlar a inflação para um **soft landing mais otimista**, com crescimento acima do potencial em 2026 e inflação em convergência.
- **Redesenhou o “guia” para 2026:** em dezembro, sinaliza que, depois destes três cortes, a **pausa é o cenário base**, com apenas **um corte adicional projetado para 2026 e outro para 2027**.
- Na nossa opinião, o **cenário mais plausível** é existir, pelo menos, mais **“um corte”** de taxas de juro de **0.25%**, durante o 1º trimestre de 2026.

Linha temporal das decisões de política monetária durante o 3º trimestre de 2025:

Reunião	Decisão <i>Fed funds</i>	Novo intervalo	Notas de enquadramento
17/09/2025	↓ 0,25%	4,00%–4,25%	1.º corte de 2025; política ainda claramente restritiva; QT continua.
29/10/2025	↓ 0,25%	3,75%–4,00%	2.º corte; fim do QT anunciado para 1/12; “ <i>December cut not a foregone conclusion</i> ”
10/12/2025	↓ 0,25%	3,50%–3,75%	3.º corte; Fed sinaliza pausa provável; projeções apontam só para mais 1 corte em 2026 e 1 em 2027.

Ideia central

Entre setembro e dezembro, a Reserva Federal (*Fed*) alterou não tanto o número de cortes previstos, mas sobretudo a **“narrativa” que conta sobre a economia e o papel das taxas de juro**:

- Em setembro, o foco principal era ainda **“garantir que a inflação volta a 2%”**, com um tom prudente;
- Em dezembro, a Fed já refere um **“soft landing” mais otimista**, mostra **maior preocupação com o mercado de trabalho** e sugere que, depois dos cortes de 2025, **a pausa passa a ser o cenário base**.

A forma como esta transição acontece – passando por outubro – é o fio condutor da “história” abaixo.

Reunião de setembro: ponto de partida

Em setembro, a *Fed* está ainda claramente em **modo restritivo**. A taxa diretora encontra-se em níveis historicamente elevados e o discurso é dominado por uma mensagem simples:

- **“A inflação está a descer, mas ainda não podemos declarar vitória.”**

Nesse contexto, a *Fed* publica o **SEP (*Summary of Economic Projections*)**, o quadro onde cada membro indica as suas projeções para:

- crescimento do PIB,
- taxa de desemprego,
- inflação (PCE e *core PCE*),
- e a trajetória esperada da taxa dos *Fed funds* (o chamado ***dot plot***).

Em termos **qualitativos**, o *SEP* de setembro dizia o seguinte:

- A economia iria crescer, mas a **ritmos próximos do “potencial”** (aprox. 1,8% no longo prazo);
- A inflação iria continuar a descer, mas **ainda acima de 2% durante algum tempo**, o que justificava manter a política claramente restritiva; e
- A taxa dos *Fed funds* desceria lentamente, com **poucos cortes e muito graduais** ao longo dos anos seguintes.

Em suma: setembro é o momento em que a *Fed* admite que a fase mais dura da subida de juros ficou para trás, mas mantém uma postura de **“alívio muito cauteloso, com prioridade na inflação”**.

Tabela de projeções económicas da reunião de 17 de setembro de 2025

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2025

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4–1.7	1.7–2.1	1.8–2.0	1.7–2.0	1.7–2.0	1.3–2.0	1.5–2.6	1.7–2.7	1.6–2.6	1.7–2.5
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8	1.2–1.5	1.5–1.8	1.7–2.0		1.7–2.0	1.1–2.1	0.6–2.5	0.6–2.5		1.5–2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4–4.5	4.4–4.5	4.2–4.4	4.0–4.3	4.0–4.3	4.2–4.6	4.0–4.6	4.0–4.5	4.0–4.5	3.8–4.5
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2	4.4–4.5	4.3–4.6	4.2–4.6		4.0–4.3	4.3–4.6	4.3–4.7	4.0–4.7		3.5–4.5
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9–3.0	2.4–2.7	2.0–2.2	2.0	2.0	2.5–3.2	2.2–2.8	2.0–2.4	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0	2.8–3.2	2.3–2.6	2.0–2.2		2.0	2.5–3.3	2.1–3.1	2.0–2.8		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0–3.2	2.5–2.7	2.0–2.2	2.0		2.7–3.4	2.2–2.9	2.0–2.4	2.0–2.2	
June projection	3.1	2.4	2.1			2.9–3.4	2.3–2.7	2.0–2.2			2.5–3.5	2.1–3.2	2.0–2.9		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6–4.1	2.9–3.6	2.9–3.6	2.8–3.6	2.8–3.5	2.9–4.4	2.6–3.9	2.4–3.9	2.6–3.9	2.6–3.9
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0	3.9–4.4	3.1–3.9	2.9–3.6		2.6–3.6	3.6–4.4	2.6–4.1	2.6–3.9		2.5–3.9

Figure 2. FOMC participants’ assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



Fonte: Reserva Federal dos EUA [Summary of Economic Projections, September 17, 2025](#)

Reunião de outubro de 2025: a ponte entre a prudência e a viragem

A reunião de outubro é uma etapa intermédia importante entre setembro e dezembro. Aqui, mais do que os números, interessa a **transição de tom**.

Em outubro, a Reserva Federal decidiu **cortar em 25 pontos base** a taxa de referência (para o intervalo de 3.75% e 4%), mas a votação mostra **divergência interna** – um membro queria **cortar mais (50 pb)** e outro preferia **não cortar** – revelando um Comité menos consensual sobre a velocidade de descidas.

Na comunicação, Powell insiste em duas ideias:

- “**Um corte em dezembro não está garantido**” – a Fed recusa comprometer-se antecipadamente; e
- “**Decidimos reunião a reunião**” – tudo depende dos dados de inflação e emprego que ainda iam sair.

O clima de outubro é, por isso, de **opcionalidade**:

- “Começámos a cortar, mas não assumimos um plano fechado para as próximas reuniões.”

Esta posição é relevante porque contrasta com a perceção, em dezembro, de que o caminho de 2025 parecia afinal bastante pré-definido.

Reunião de dezembro de 2025: o ponto de viragem

Em dezembro, a Fed executa mais um corte de 25 pb – o terceiro de 2025 – e, ao mesmo tempo, **reorganiza a narrativa** sobre a economia e sobre o futuro das taxas.

A taxa de referência passa para o intervalo **3,50–3,75%**. Porém, a votação, fica ainda mais dividida:

- um membro defende um corte de **50 pb**; e
- dois membros defendem **não cortar**.

Há, portanto, **uma maioria que ainda aprova mais algum easing**, mas acompanhada de uma **minoria crescente que quer parar**. Isso é coerente com uma mensagem de “fim de ciclo” e não de “início de nova vaga de cortes”.

O **comunicado** de dezembro mostra alterações cirúrgicas, mas relevantes:

1. **Mercado de trabalho**: a Fed deixa de sublinhar que a taxa de desemprego “se mantém baixa”. Esta frase desaparece, refletindo a subida da **taxa de desemprego** para a zona dos **4,4–4,5%** e uma leitura mais **prudente** sobre a capacidade de o **mercado de trabalho** absorver a manutenção de uma política monetária restritiva.
2. **Inflação**: a Fed reconhece que a inflação **continua a descer**, ainda que permaneça acima da meta. Nas projeções, a inflação esperada para 2025–26 é **ligeiramente revista em baixa**, sugerindo mais confiança na convergência para perto de 2%.
3. **Balanço de riscos**: O discurso deixa de ser “inflação acima de tudo” e aproxima-se de um equilíbrio entre: risco de **inflação não convergir totalmente**, e risco de **debilidade adicional no emprego**.
4. **Forward guidance**: a frase que sinaliza a pausa:
 - Em **outubro**, o texto falava em “considerar **ajustes adicionais** à política”; e
 - Em **dezembro**, passa a “considerar o **grau e o timing** de quaisquer ajustes adicionais”.

Em termos práticos, esta nuance significa: “Presumimos que **já fizemos o essencial**. A partir daqui, mexemos apenas se os dados nos obrigarem.” É uma forma de sinalizar que **a pausa é agora o cenário base**.

O que dizem as projeções de dezembro: "soft landing plus"

- **Crescimento:** a projeção para 2026 é revista em alta, para um valor claramente acima do que a própria Fed considera o "potencial". Sinal de que a Fed acredita numa economia **relativamente forte**, mesmo depois de todo o ciclo de restritividade monetária;
- **Desemprego:** as projeções apontam para uma taxa de desemprego por volta dos **4,4%** em 2026, isto é, um pouco acima do nível "de equilíbrio", mas longe dos níveis observados durante uma recessão típica;
- **Inflação:** as projeções de inflação (PCE e core) são ligeiramente revistas em baixa, aproximando-se gradualmente de **2-2,5%**;
- **Taxa dos Fed funds:**
 - fim de 2025: em linha com o nível atual;
 - fim de 2026: **apenas mais um corte de 25 pb**; e
 - fim de 2027: mais um corte marginal, aproximando-se da taxa "neutral" (cerca de 3%).

Além disso, a distribuição de pontos (*dots*) mostra que **vários membros veem a taxa em 2026 acima da mediana**, sugerindo que uma parte relevante do Comité nem sequer vê necessidade de cortar nesse ano.

Em resumo, as projeções de dezembro contam a seguinte história:

- "Vamos ter **crescimento** razoável, inflação a convergir, **desemprego** controlado e apenas **pequenos ajustes** na taxa diretora ao longo de 2026-27."

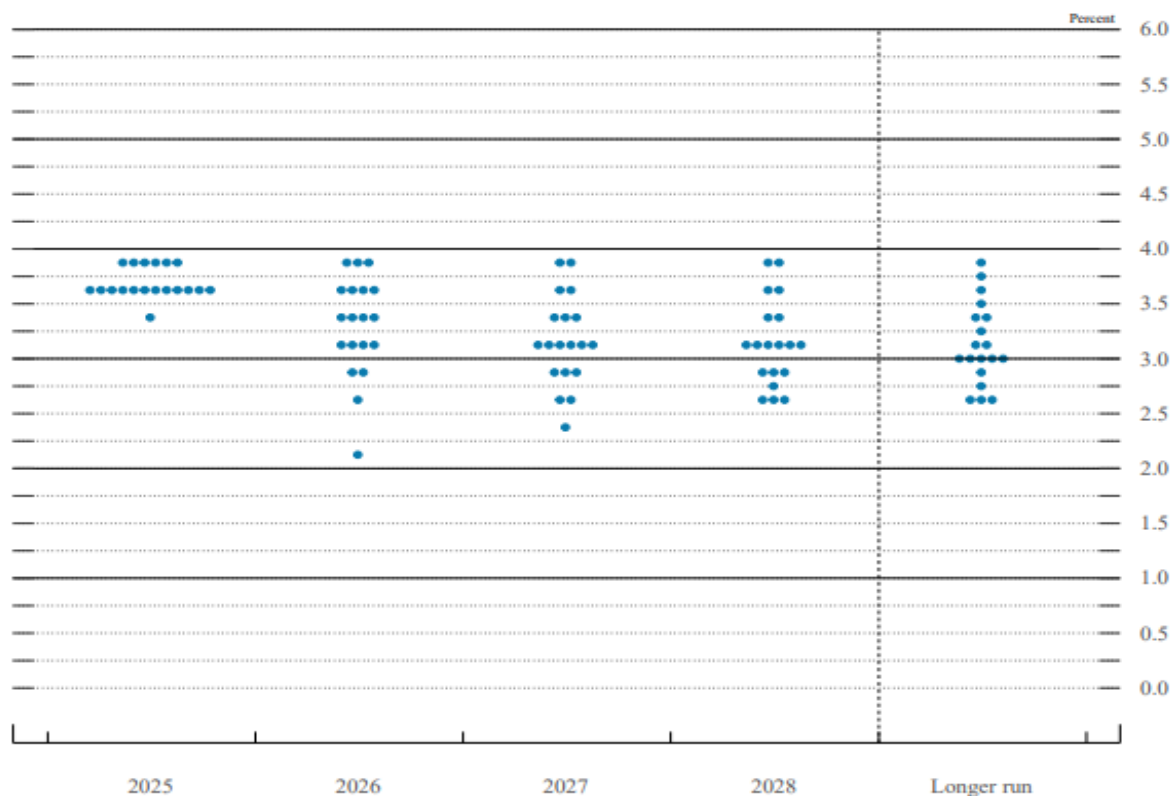
Tabela de projeções económicas da reunião de 10 de dezembro de 2025

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2025

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.5-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.4-4.6	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0		2.7-3.1	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	3.4-3.9	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



Fonte: Reserva Federal dos EUA [Summary of Economic Projections, December 10, 2025](#)

O que está verdadeiramente em jogo para 2026?

O **movimento** entre setembro e dezembro pode ser lido assim: a Reserva Federal trouxe a política monetária de um nível claramente restritivo para um **intervalo plausível de neutralidade**:

- Parou o endurecimento que realizava pela redução do balanço (fim do QT e início de compras de Treasuries); e
- passou de uma narrativa de **prudência centrada na inflação** para um **soft landing otimista**, em que o risco no mercado de trabalho pesa mais.

Jerome Powell, no Q&A, reforça esta viragem ao dizer que a **taxa atual** está numa zona de **neutralidade**, ao admitir que o **mercado de trabalho** pode estar mais frágil do que os dados sugerem e ao considerar que, excluindo tarifas, a **inflação** está “perto de 2%”, o que é quase uma declaração de missão cumprida do lado da desinflação.

Onde isto se torna realmente relevante é em **2026**. A partir do nível atual de **3,50%–3,75%**, abrem-se **três cenários** possíveis:

1. Cenário base da Fed – “pausa com pequeno ajuste”

- A Fed assume um **2026** com:
 - crescimento **acima do potencial**;
 - inflação a convergir para a zona dos **2–2,5%**; e
 - desemprego relativamente estável, em torno de **4½%**.
- Neste enquadramento, o *dot plot* mostra **apenas um corte adicional de 25 pb em 2026** (e mais um em 2027).

Implicação: 2026 é, essencialmente, um ano de **pausa ligeiramente descendente**, com política ainda um pouco acima da taxa neutral, mas sem novo ciclo agressivo de *easing*.

2. Cenário de mercado – “mais dois passos em baixa”

- Os **preços de mercado** continuam, em geral, a antecipar **mais do que um corte** em **2026** (tipicamente o equivalente a dois cortes de 25 pb);
- Este cenário pressupõe que, ou o **crescimento** económico sai um pouco abaixo do quadro **otimista** da **Fed**, ou a **inflação** cai mais rapidamente para perto (ou abaixo) de 2%;
- **Implicação:**
 - **curva ligeiramente mais inclinada** (descida das taxas curtas ao longo do ano);
 - algum suporte adicional para **ativos de risco** (crédito, ações); e
 - **dólar** tendencialmente a **depreciar** se a **Fed** se aproximar mais rapidamente da neutralidade.

3. Cenário *hawkish* – “pausa prolongada, sem cortes”

- Leituras mais **restritivas** admitem que, se:
 - o **crescimento económico de 2026** se mantiver robusto (linha do SEP ou melhor); e
 - a **inflação** ficar presa na zona dos **2,4–2,5%** em vez de convergir claramente para 2%, então a Fed **poderá não agir em 2026**, mantendo a taxa em 3,50%–3,75% durante todo o ano.
 - **Implicação:**
 - **reapreciação** em alta das taxas de juro de curto prazo e parte da curva 2–5 anos;
 - **condições financeiras** mais apertadas do que o mercado hoje assume; e
 - aumento dos **prémios de risco** em crédito e ações.

Resumindo, a combinação de:

- **três cortes** (75 pb) entre setembro e dezembro,
- **fim do QT** e início de compras de *Treasuries*,
- linguagem de “**taxa em zona de neutralidade**” e de “**pausa como cenário base**”,

cria um **ponto de partida** muito específico para 2026:

- a **Fed** projeta **um único corte** adicional, o mercado ainda “**pede**” mais alívio e a ala mais **hawkish** aceita a possibilidade de **nenhum corte**.
- É neste intervalo – entre o “**um corte**” da Fed, os “**dois cortes**” do mercado e “**zero cortes**” das posições mais restritivas – que se vai definir, em **2026**, a trajetória das **taxas de referência**, o desenho da **curva de rendimentos** e o comportamento relativo dos principais **ativos de risco**.
- Na nossa opinião, o **cenário mais plausível** é existir, pelo menos, **mais um “corte”** de taxas de juro de **25 pontos base**, durante o 1º trimestre de 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, 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., 2025. Todos os direitos reservados.