

Nota Breve 12/06/2025

Mercados financeiros · Reserva Federal: a pausa é também uma forma de fazer política monetária**Reunião de 17 e 18 de junho de 2025: o que esperamos?**

- Esperamos que a Reserva Federal mantenha a taxa dos *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%, dando continuidade à postura cautelosa que tem vindo a demonstrar desde o início do ano. Com esta decisão, amplamente descontada pelos mercados financeiros, a Fed deixaria as taxas inalteradas pela quarta reunião consecutiva.
- Em maio, a Fed já assinalou que a elevada incerteza da atual conjuntura económica justifica precaução. E que, tendo em conta o risco acrescido de um cenário de estagflação que colocaria em risco os seus dois mandatos, não alteraria as taxas de juro até que o efeito das tarifas se repercutisse completamente nos dados económicos.
- Desde essa reunião, as perspetivas económicas não se alteraram substancialmente: a incerteza em torno das tarifas continua elevada, uma vez que o ponto de chegada, como e quando será alcançado, permanece desconhecido. Uma sucessão de tréguas, conversações com alguns países e novas ameaças apenas contribuíram para aumentar a volatilidade. Do lado da atividade, os EUA continuam a apresentar um padrão de deterioração significativo do sentimento económico, mas que não se traduz em dados concretos. Os dados mais recentes sobre a atividade não são claros, uma vez que captam os efeitos antecipatórios das tarifas (por exemplo, fortes aumentos das importações antes da entrada em vigor das taxas alfandegárias), o que dificulta a obtenção de uma imagem clara da dinâmica subjacente da economia. Além disso, as condições do mercado de trabalho permanecem sólidas e a inflação continua a manter-se acima do objetivo da Fed mais do que o desejado.
- Neste contexto, a Fed procurará evitar que um aumento de preços provocado pelas tarifas crie um problema persistente de inflação. As mensagens recentes dos membros do *Federal Open Market Committee* (FOMC) deixam claro que estão preocupados com este risco, pelo que manter as expectativas de inflação ancoradas será fundamental e reforça o desejo de manter as taxas de juro nos níveis atuais.
- A atual política monetária deixa a Reserva Federal bem posicionada para responder atempadamente: as taxas são suficientemente restritivas para continuar a incentivar o regresso da inflação ao objetivo de 2%, mas menos restritivas do que há um ano e com uma ampla margem de manobra para flexibilizar a taxa de juro no caso de um abrandamento substancial da atividade.
- Com a decisão descontada pelos mercados financeiros (0% de probabilidade de movimento) e antecipada pelo consenso dos analistas, o foco estará na atualização das previsões macroeconómicas e na avaliação do contexto económico. É de esperar uma redução da previsão de crescimento - dada a contração do PIB no 1º trimestre e uma maior intensidade de tarifas do que a anteriormente contemplada pelo FOMC, assim como um aumento da previsão de inflação. Relativamente à política monetária, no quadro anterior a mediana dos votantes do FOMC previa dois cortes nas taxas em 2025, mas o complexo contexto económico poderá gerar maior dispersão nas novas projeções.

Condições económicas e financeiras

- **As tarifas introduzem ruído e riscos na atividade:**
 - O PIB registou uma contração de -0,1% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre, principalmente devido a um aumento significativo das importações em resposta à antecipação das tarifas. Outros dados sugerem que outros segmentos da economia também tiveram um desempenho semelhante: por exemplo, as vendas a retalho, as despesas de consumo e as encomendas de bens duradouros recuperaram mais do que o normal em março. Em abril, os dados mostram uma inversão parcial destes aumentos, tornando difícil avaliar eficazmente a dinâmica subjacente da atividade.
 - Não obstante, indicadores mais qualitativos continuam a mostrar fraqueza e apontam para uma moderação da atividade no 2º trimestre. O índice ISM da indústria transformadora tem-se mantido em território contracionista desde março, enquanto o índice dos serviços entrou nesta zona em maio. Em

ambos os casos, os inquiridos atribuem esta fraqueza na atividade e nas novas encomendas principalmente às tarifas. Na mesma linha, o *Beige Book* da Reserva Federal relata alguma evidência empírica de um ligeiro declínio na atividade económica, referindo que a incerteza acrescida levou tanto as empresas como as famílias a adotarem uma abordagem mais cautelosa na sua tomada de decisões.

- **O mercado de trabalho está a aguentar-se, por enquanto:**

- Em maio, a criação de emprego foi mais moderada por comparação com abril. A economia criou 139.000 novos postos de trabalho, que compara com os 147.000 criados no mês anterior. No entanto, estes níveis são mais dinâmicos do que os do início do ano (111 mil em média no primeiro trimestre), o que sugere que as condições do mercado de trabalho não se estão a deteriorar significativamente. A taxa de desemprego manteve-se estável em 4,2% e outros indicadores, como a baixa taxa de despedimentos e de ofertas de emprego, também apontam para que o mercado de trabalho se mantenha resiliente, apesar do contexto económico difícil.

- **A inflação mantém-se acima dos 2%, enquanto se aguarda o efeito dos direitos aduaneiros:**

- De acordo com o PCE, a inflação global situou-se em 2,1% em termos anuais em abril, enquanto a inflação subjacente desceu para 2,5% (um mínimo de 4 anos, mas ainda muito longe dos 2%). Entretanto, de acordo com o IPC, a inflação global foi de 2,4% em maio e a inflação subjacente manteve-se estável em 2,8%. A melhoria registada até agora neste ano deve-se à descida dos preços da energia (+1,0% em janeiro e -3,5% em maio) e à moderação dos serviços (4,3% em janeiro e 3,6% em maio), embora esta rubrica mantenha uma maior inércia do que as restantes. Por outro lado, os dados de inflação continuam a não mostrar evidência relevante do impacto das tarifas.
- As expectativas de inflação de curto prazo (1 ano) cotadas nos mercados financeiros estão acima de 3,0%, cerca de 60 p.b. mais do que no início do ano. As expectativas que constam de vários inquéritos são ainda mais elevadas, com a da Universidade de Michigan a atingir 6,5%. Apesar destes riscos, as expectativas de inflação a longo prazo permanecem ancoradas, com os *swaps* de inflação a 5 e 10 anos a serem negociados a 2,5%.

- **A incerteza pesa sobre o sentimento dos investidores:**

- Após a turbulência de abril, o sentimento dos investidores recuperou parcialmente. O mercado de ações norte-americano (S&P 500), em grande parte liderado pelo setor tecnológico, recuperou cerca de 6% no último mês, mas acumulou ganhos inferiores a 3%, em termos acumulados desde o início do ano. Mas este não é o caso de outros segmentos dos mercados financeiros. O dólar continua a enfraquecer, negociando entre 1,14 e 1,15 face ao euro e invertendo toda a força exibida após a vitória de Trump (de 1,09 para 1,02 entre novembro e janeiro). Entretanto, desde a última reunião da Fed, as taxas soberanas têm oscilado – pressionadas para cima pelas expectativas de uma Fed menos acomodatória e de uma deterioração fiscal a médio prazo, mas, por outro lado, empurradas para baixo pelos receios de uma deterioração mais acentuada da atividade.

Mensagens recentes da Fed

- As mensagens recentes da Fed coincidiram com o reforço da expectativa de uma pausa em junho. Nas suas intervenções, os diferentes membros do banco central salientaram as vantagens de se aguardar por uma maior clareza antes de se proceder a alterações das taxas de juro.
- Numa perspetiva de médio prazo, parece haver menos consenso. Um expressivo número de governadores é mais restritivo, sublinhando que, sem estabilidade de preços, a estabilidade do mercado de trabalho não pode ser alcançada de forma sustentada, o que sugere que a tendência da Fed poderá ser no sentido de dar mais peso à luta contra a inflação. Por outro lado, o Governador Waller mantém um tom mais acomodatório, sublinhando que as tarifas apenas causarão um aumento temporário dos preços, pelo que a Fed poderá retomar os cortes nas taxas este ano.

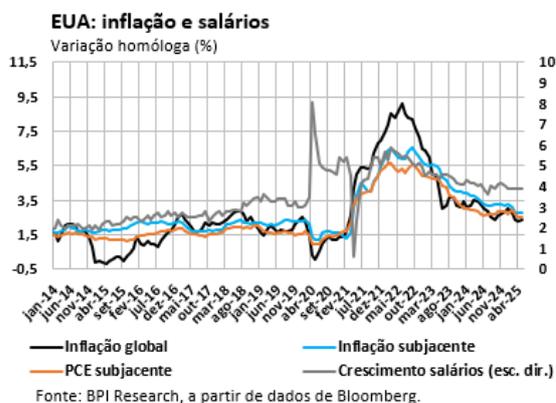
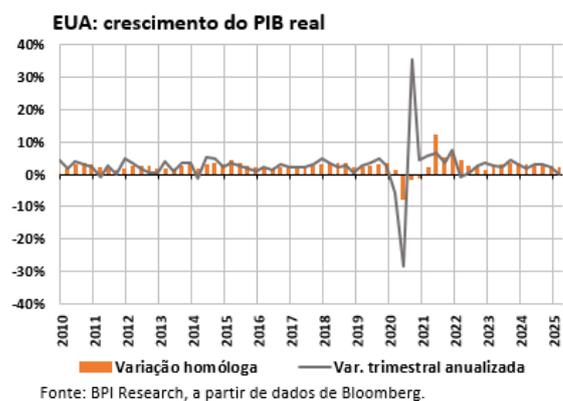
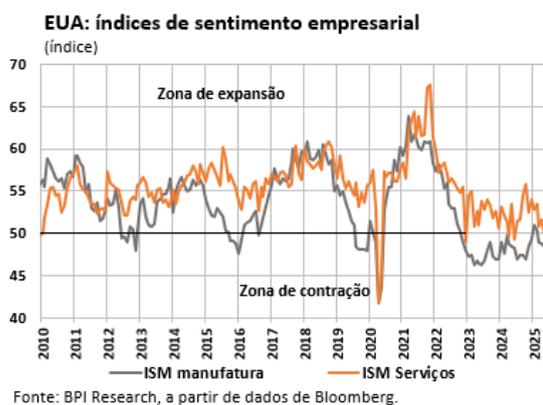
Perspetivas a médio prazo da Fed

- O mapa de riscos que a Fed enfrenta é desafiante. A incerteza do ambiente económico é elevada, tal como o é a extensão e o impacto final que as novas políticas implementadas pela administração Trump terão

na economia. A Fed terá de ponderar os riscos de inflação com o enfraquecimento da confiança e possíveis turbulências nos mercados financeiros durante o percurso.

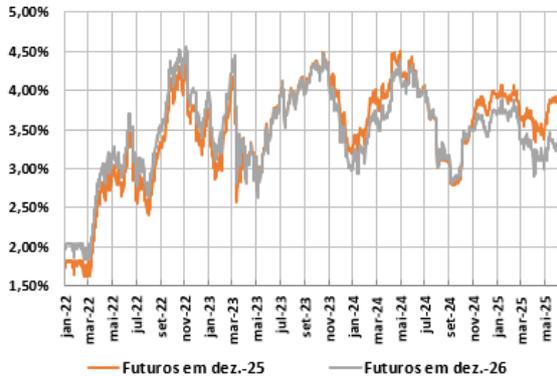
- Pensamos que a Fed terá de observar uma clara deterioração do mercado de trabalho para voltar a baixar as taxas de juro. Enquanto as condições de emprego se mantiverem relativamente estáveis e os riscos de inflação permanecerem elevados, a Fed fará uma pausa na descida das taxas. A nossa opinião sobre uma eventual descida das taxas até ao final de 2025 é um pouco mais cautelosa do que a dos mercados, que descontam duas descidas este ano, entre setembro e dezembro.

Indicadores de condições económicas



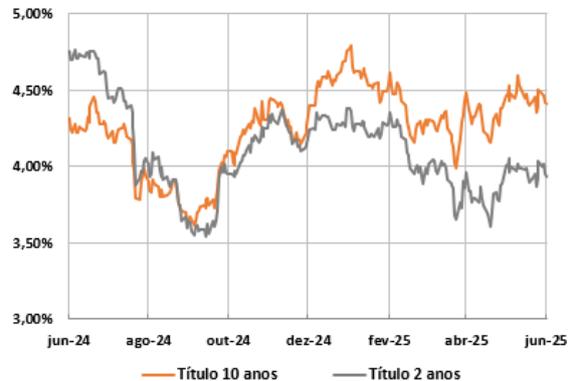
Indicadores de condições financeiras

Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)



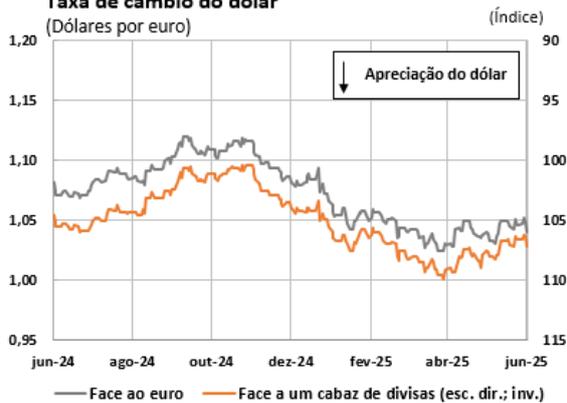
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: yields da dívida pública



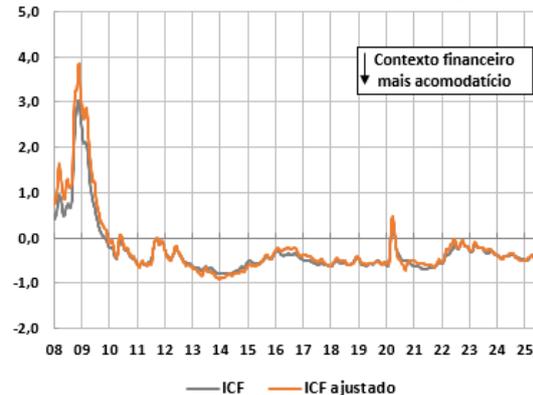
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxa de câmbio do dólar
(Dólares por euro)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago



Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

BPI Research, 2025
e-mail: deef@bancobpi.pt

AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

A “Nota breve” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research, que contém informações e opiniões provenientes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento possui um propósito meramente informativo, pelo qual o BPI e o CaixaBank não se responsabilizam em caso algum pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são próprias do BPI e do CaixaBank e podem estar sujeitas a alterações sem prévio aviso.