

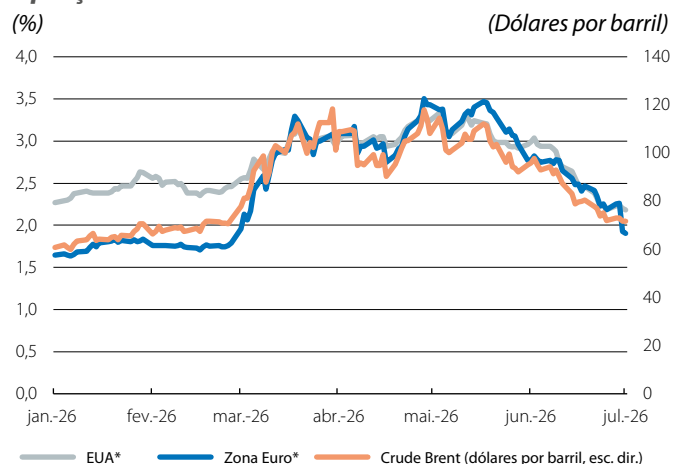
A reabertura do estreito de Ormuz estimula os mercados, apesar do endurecimento da política monetária

A apetência pelo risco, entre a geopolítica e os bancos centrais. O acordo provisório entre os EUA e o Irão alcançado em meados do mês, que prolongou a trégua militar e permitiu a reabertura progressiva do estreito de Ormuz, desencadeou uma das quedas mais acentuadas do preço do petróleo dos últimos anos. Isto levou a uma descida significativa das expectativas de inflação a curto prazo a nível global. No entanto, a Reserva Federal e o BCE adotaram um tom mais firme nas suas respetivas reuniões e sublinharam a sua postura anti-inflacionista, o que gerou forças opostas nos mercados. Não obstante, a queda do preço do petróleo levou os investidores a prever menos subidas das taxas de juro por parte do BCE em comparação com o mês anterior, ao passo que, no que diz respeito à Reserva Federal, os mercados continuaram a prever um maior aperto monetário, o que fez com que o dólar se valorizasse significativamente ao longo do mês, apesar da recuperação da apetência pelo risco por parte dos investidores. As bolsas apresentaram um desempenho distinto, em função da sua composição setorial. Os índices europeus registaram fortes subidas, tendo vários deles atingido novos máximos, favorecidos pelo alívio dos preços do crude. Em contrapartida, as bolsas norte-americanas e asiáticas registaram um desempenho mais negativo, prejudicadas por um mês desfavorável no mercado bolsista para as empresas tecnológicas e, em particular, para as de maior dimensão e mais endividadas devido ao desenvolvimento da IA.

O BCE aumenta as taxas de juro e a Fed adota um tom mais hawkish. O BCE aumentou as taxas em 25 p. b. e fixou a taxa *depo* em 2,25%. Esta medida foi a primeira desde que a taxa *depo* foi reduzida para 2,00% em junho de 2023, concluindo assim o ciclo monetário da crise inflacionista despoletado pela guerra na Ucrânia. O BCE justificou o aumento para 2,25 % com base no conflito no Médio Oriente e nos seus impactos económicos assimétricos, que se traduziram num aumento significativo da inflação e num impacto relativamente menor na atividade económica. Por sua vez, a Reserva Federal, na primeira reunião presidida por Kevin Warsh, manteve as taxas, mas surpreendeu com um tom mais restritivo: cerca de metade do Comité antecipou pelo menos um aumento adicional no *dot plot*, o que levou o mercado a antecipar um aumento nos próximos meses, o que colocaria a taxa *fed funds* no intervalo de 3,75% a 4,00%. A certa altura, os mercados chegaram mesmo a considerar a possibilidade de dois aumentos das taxas de juro por parte da Fed, mas a queda do preço do petróleo moderou as expectativas de um aperto monetário. Neste sentido, no fórum anual realizado pelo BCE em Sintra, no final de junho, vários membros continuaram a defender a necessidade de taxas de juro ligeiramente mais elevadas, mas salientaram que não há urgência em voltar a aumentá-las e que o acordo entre os EUA e o Irão melhora o balanço de riscos. Perante este cenário, os mercados encerraram o mês a apostar numa nova subida das taxas do BCE antes do final do ano (*depo* em 2,50%), mas descartam a possibilidade de a *depo* subir para 2,75% (em maio, chegaram a atribuir mais de 80% de probabilidade a esta terceira subida).

Mês de dinâmicas diferenciadas nas taxas de juro dos títulos do Tesouro. Na primeira metade do mês, a solidez macroeconómica nos EUA e o tom restritivo do BCE e da Fed impulsionaram as rendibilidades, especialmente nos prazos mais curtos. O tom mais restritivo da Reserva Federal reforçou esta tendência e levou a rendibilidade dos *treasuries* de curto prazo a máximos de mais de um ano, tendo contri-

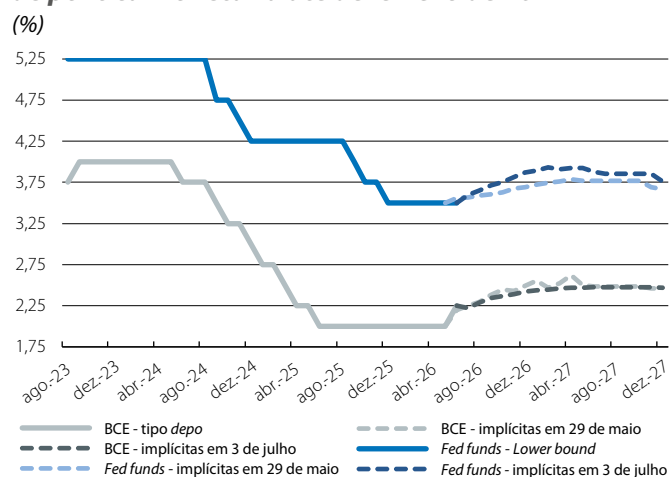
Expectativas de inflação para os próximos dois anos e preços do crude



Nota: * As expectativas de inflação correspondem à média dos swaps de inflação de cupão zero a um e a dois anos.

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

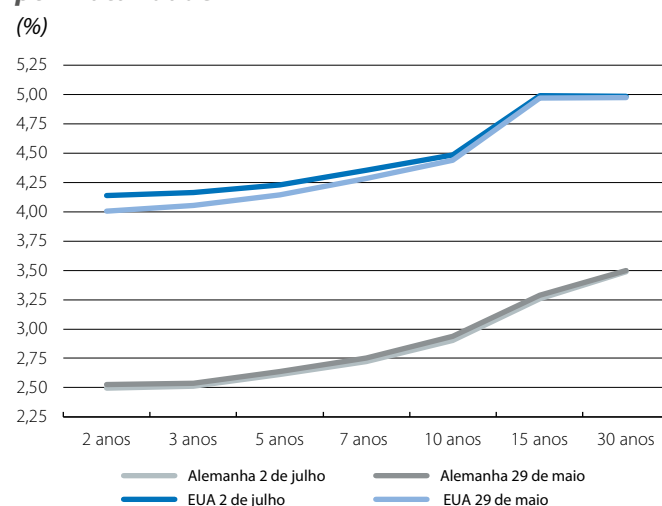
Expectativas refletidas nos mercados em matéria de política monetária até dezembro de 2027



Nota: Taxas implícitas dos OIS para o BCE e curva do diferencial entre a taxa efetiva dos fed funds e a SOFR a três meses.

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

Taxas de rendibilidade da dívida pública por maturidade



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

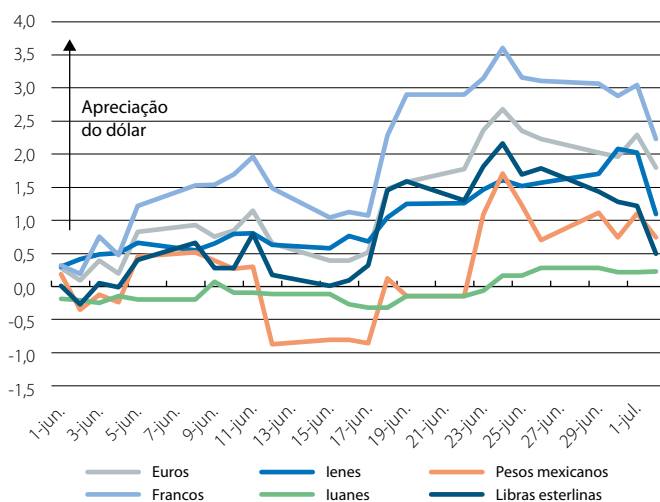
buido para um achatamento da curva. Na segunda metade do mês, no entanto, a queda do preço do petróleo alterou este padrão. Na Zona Euro, a curva alemã registou uma descida em todos os seus prazos, enquanto nos EUA se verificou uma queda sobretudo nos prazos longos, o que acentuou o achatamento da curva. Este movimento acabou por prevalecer no balanço mensal: descida das taxas de juro da dívida soberana na Europa e achatamento da curva norte-americana, sobretudo devido à subida das taxas de juro nos prazos mais curtos. Por outro lado, os prémios de risco soberano dos países periféricos da Zona Euro aumentaram ligeiramente, embora se tenham mantido contidos. O prémio de risco italiano estabilizou-se em níveis ainda superiores aos registados no início do ano, enquanto os prémios espanhol e português se mantiveram em níveis historicamente baixos.

Um mês de fortalecimento para o dólar. A moderação das expectativas de subida das taxas de juro do BCE, em particular após a reabertura do estreito de Ormuz, e a renovada confiança numa política monetária mais restritiva por parte da Fed alargaram o diferencial de taxas de juro a favor da moeda norte-americana e impulsionaram a valorização do dólar em termos da sua taxa de câmbio efetiva nominal. Dessa forma, o euro desvalorizou-se até aos 1,14 dólares, atingindo mínimos de aproximadamente um ano. O iene continuou a enfraquecer-se e, ao descer para quase 160 ienes por dólar, manteve-se próximo dos mínimos de várias décadas face ao dólar, apesar do aumento das taxas de juro pelo Banco do Japão na sua reunião de junho (de 0,75% para 1,00%) e da subida da rendibilidade da dívida soberana japonesa. A libra esterlina também se desvalorizou face ao dólar, embora tenha demonstrado uma maior resiliência relativa, apoiada por um tom igualmente restritivo por parte do Banco de Inglaterra (que manteve as taxas de juro nos 3,75% em junho, embora com dois votos dissidentes a favor de um aumento).

Divergência nos mercados bolsistas mundiais, com os índices europeus a recuperar terreno. As dúvidas quanto à rentabilidade dos investimentos em IA voltaram a gerar volatilidade e afetaram especialmente as empresas de hiperescala, enquanto os fabricantes de chips registaram uma forte volatilidade e encerraram o mês com um melhor desempenho relativo. Assim, nos EUA, o S&P 500 e o Nasdaq encerraram o mês com perdas, embora o S&P ponderado de forma equitativa e o conjunto de empresas menos expostas à IA tenham, de facto, encerrado em terreno positivo. Também na Ásia os índices mais expostos às empresas tecnológicas registaram perdas. Na Europa, as bolsas registaram subidas generalizadas e apresentaram um desempenho superior ao do resto do mundo, graças à queda do preço da energia, com o Stoxx 600 a atingir máximos históricos. A nível setorial, as ações das empresas do setor energético ficaram para trás.

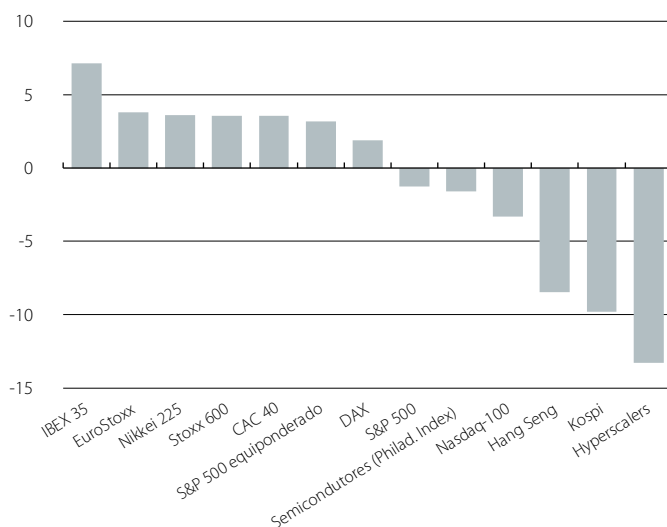
A queda do preço do petróleo reduz as expectativas de inflação descontadas pelos mercados. A reabertura do estreito de Ormuz normalizou os fluxos energéticos e fez com que o preço do crude regressasse praticamente aos níveis anteriores ao conflito. Mais concretamente, o preço de referência do petróleo Brent (contrato de futuros com prazo de dois meses) desceu para praticamente 70 dólares por barril. A queda foi menos acentuada nos futuros do petróleo com vencimento em 2027, que também se mantiveram perto dos 70 dólares (vs. uma média para 2027 que se situava nos 78 dólares no final de maio e nos 67 dólares no final de fevereiro). A correção do preço do petróleo refletiu-se rapidamente nas expectativas de inflação descontadas nos *swaps*. O gás natural, cujos preços tinham registado uma subida menor do que os do petróleo, registou uma descida muito mais reduzida ao longo do mês e oscilou ligeiramente acima dos 40 euros/MWh. No que diz respeito a outras matérias-primas, tanto o ouro como os restantes metais preciosos e os metais industriais (como o alumínio) registaram uma queda significativa.

Evolução das moedas selecionadas face ao dólar (Variação face a 29 de maio, %)



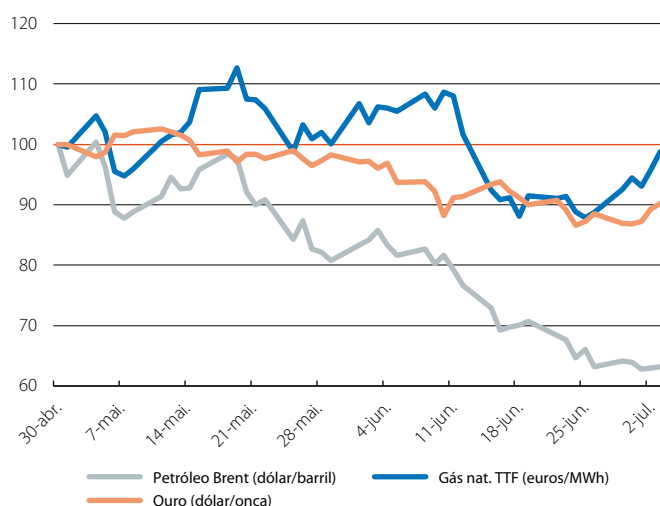
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Rendimento no mês (de 29 de maio a 2 de julho)



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

Evolução das matérias-primas desde maio Índice (100 = 30 de abril de 2026)



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

A Fed de Warsh: passar de orientar as expectativas para as gerir sem compromisso

A chegada de Kevin Warsh à presidência da Reserva Federal marca uma mudança significativa na política monetária dos Estados Unidos. Na primeira reunião em que presidiu ao FOMC, Kevin Warsh não alterou as taxas de juro, mas deixou sinais sobre o rumo futuro da instituição. Para além de um tom um pouco mais restritivo face ao agravamento da inflação, a mudança mais significativa parece residir numa redefinição do quadro de comunicação da Fed. A reação dos mercados sugere que os investidores antecipam uma Fed menos disposta a comprometer-se com futuros movimentos das taxas de juro e que dará menos previsibilidade no futuro, ainda que a orientação anti-inflacionista da primeira reunião tenha ajudado a dissipar possíveis dúvidas sobre a sua independência política.

Nas últimas duas décadas, a Fed considerou que dar pistas sobre a evolução futura das taxas de juro – *forward guidance* – constituía o quadro de comunicação mais eficaz e eficiente da política monetária, embora não estivesse isento de riscos nem de custos. A lógica é que os efeitos dependem tanto das decisões atuais como das expectativas sobre a sua trajetória, pelo que influenciar estas últimas amplifica a transmissão. Como explicou Bernanke, tal exigia reduzir a ambiguidade na comunicação: quanto melhor os agentes antecipassem a função de reação da Fed, mais diretamente incorporariam esse comportamento nos preços e nas decisões, favorecendo a estabilidade macrofinanceira, especialmente num contexto de inflação baixa e taxas reduzidas.¹

O *dot plot*, introduzido em 2012, responde a esse objetivo, ao traduzir uma função de reação implícita num sinal observável.² Apesar de não se tratar de uma decisão coletiva nem de um compromisso formal, permite observar a forma como os membros do FOMC incorporam as suas previsões macroeconómicas nas taxas de juro. Contudo, o *dot plot* pode tornar-se excessivamente influente e impedir um ajustamento adequado das expectativas, precisamente em contextos de maior incerteza e dispersão. Os dados recentes indicam que, embora contenha informação útil e possa melhorar a precisão média das previsões, também pode gerar efeitos de ancoragem se os agentes continuarem a atribuir demasiada importância a projeções que a realidade económica possa ter tornado obsoletas.³ Além disso, o mer-

cado tende a interpretar a mediana como se fosse a intenção da Fed, ainda que formalmente não o seja. Este risco aumenta quando a dispersão dos pontos é elevada, como acontece atualmente, uma vez que a mediana pode ocultar desacordos profundos e transmitir uma falsa sensação de consenso.⁴

Warsh mostrou-se cético quanto à utilidade da orientação futura, uma vez que considera que tanto esta como as previsões de variáveis macrofinanceiras podem condicionar excessivamente os banqueiros centrais. A sua crítica não rejeita a transparência, mas questiona se uma maior comunicação contribui sempre para melhorar a transmissão da política monetária. Tal como explicou na sua análise sobre a transparência do Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra, a transparência é desejável, mas não passa necessariamente por tornar tudo mais explícito e visível.⁵ Na sua opinião, um banco central que «fale demasiado» ao público pode dar ao mercado uma falsa precisão sobre o futuro, condicionar excessivamente os preços financeiros e reduzir a sua própria flexibilidade. A lição que parece poder ser retirada de erros como a caracterização da inflação como «transitória» em 2021 é que a Fed nem sempre deve dar mais visibilidade às suas deliberações, mas sim reconhecer os seus limites, por exemplo, ao prever variáveis económicas.⁶

Warsh transpôs essa visão para a prática na sua primeira reunião, onde a mudança na comunicação foi mais relevante do que a decisão sobre as taxas de juro. O comunicado foi mais curto e direto, eliminando a referência explícita à orientação futura. Na conferência de imprensa, insistiu que o comunicado se devia limitar a apresentar os factos «da melhor forma que os pudéssemos avaliar» e recusou-se a dar qualquer indicação semelhante a uma orientação futura, alegando que tal não se adequava bem à conjuntura atual. Além disso, optou por não publicar sua própria projeção no *dot plot*.

A mudança de paradigma comunicativo é complexa, uma vez que os agentes consideram a comunicação razoavelmente eficaz. De acordo com um inquérito da Brookings a académicos e economistas (tanto de *think tanks* como de empresas privadas), a comunicação da Fed obtém uma nota elevada e ferramentas como o comunicado e a conferência de imprensa são amplamente valorizadas.⁷ O *dot plot*, apesar de suas limitações, continua a ser considerado útil pela maioria. O risco, por conseguinte, é que alterar um quadro

1. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2003). «Minutes of the Federal Open Market Committee», 24 e 25 de junho de 2003. Reserva Federal. Bernanke, B. S. (19 de novembro de 2013). «Communication and monetary policy». Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

2. O *dot plot* é o gráfico que resume as previsões individuais dos membros da Fed sobre a trajetória futura das taxas de juro que consideram mais adequada para os cenários macroeconómicos que estão a analisar.

3. Engstrom, E. (2026). «Anchored to the dot plot: Central bank projections and interest rate expectations». Finance and Economics Discussion Series n.º 2026-026. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

4. Foerster, A. e Martínez, Z. (2023). «The evolution of disagreement in the dot plot». Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2023-21. FRBSF.

5. Warsh, K. (2014). «Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee». Banco de Inglaterra.

6. Timiraos, N. (14 de junho de 2026). *Kevin Warsh wants the Fed to stop explaining everything*. The Wall Street Journal.

7. Ahmad, S. e Wessel, D. (8 de maio de 2026). *Grading Fed communications: A 2026 survey of Fed watchers*. Brookings Institution.

que funciona razoavelmente bem, sem explicar com precisão o que o substitui, acabe por reduzir a clareza sem ganhar flexibilidade suficiente.

O custo de passar para um novo regime de comunicação mais opaco e ganhar margem de manobra na fixação das taxas de juro pode traduzir-se numa menor previsibilidade e numa maior volatilidade. A reação do mercado após a última reunião do FOMC ilustra bem o que pode acontecer no novo regime, ainda que também tenha sido condicionada por uma tendência restritiva que os investidores não antecipavam. A rentabilidade do *treasury* a 2 anos – o prazo mais sensível à política monetária – subiu pouco mais de 13 p. b. no próprio dia da reunião. Embora o FOMC tenha mantido as taxas inalteradas e o movimento não tenha sido especialmente intenso numa perspetiva histórica, revelou-se significativo: ultrapassou 1,6 desvios típicos da média dos movimentos observados nos dias de reunião do FOMC desde 1976. Se considerarmos apenas as reuniões em que as taxas se mantiveram inalteradas desde a chegada de Bernanke em 2006, a oscilação foi quase 2 desvios-padrão superior à média e situou-se entre as mais intensas, no *top* 2,5% de cerca de 140 reuniões.

A interpretação de Warsh sobre as variáveis que definem o duplo mandato da Fed (estabilidade de preços e pleno emprego) também é relevante. No que diz respeito à inflação, a sua abordagem aponta para uma Fed menos orientada por diretrizes e mais dependente da avaliação dos dados em cada reunião. Nas suas intervenções públicas, sublinhou que os dados sobre a inflação são imperfeitos e manifestou interesse por medidas que distingam melhor entre ruído e tendência, como as médias truncadas (*trimmed mean*). Estas métricas excluem as variações extremas de preços e podem oferecer uma leitura mais estável da inflação subjacente do que as medidas tradicionais que apenas excluem os alimentos e a energia, além de estimarem melhor, de acordo com a evidência empírica, a inflação futura.⁸

No entanto, as *trimmed means* também têm limitações: são bons estimadores de tendência em horizontes de longo prazo, mas podem não funcionar bem em períodos curtos.⁹ Isto é relevante atualmente: se os choques – como o tarifário e o energético – forem pontuais, as *trimmed means* da inflação podem filtrar adequadamente o ruído; porém, se se generalizarem entre as rubricas e afetarem as expectativas, tendem a subestimar a pressão inflacionista. No contexto atual, estas medidas não revelam um diagnóstico particularmente preocupante, mesmo que isso não tenha impedido o FOMC de demonstrar maior preocupação com a inflação do que nos meses anteriores.

8. Atkinson, T., Dolmas, J. e Zarutskie, R. (16 de abril de 2026). «Skewness warrants caution as Trimmed Mean PCE inflation eases». Reserva Federal de Dallas.

9. Rich, R. W., Verbrugge, R. J. e Zaman, S. (2022). «Adjusting median and trimmed-mean inflation rates for bias based on skewness». Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, 2022-05. Reserva Federal de Cleveland.

Em relação ao mercado de trabalho, Warsh tem-se mostrado atento ao impacto da inteligência artificial (IA) na produtividade e, por conseguinte, na taxa de juro de equilíbrio. Foi mesmo incluída no comunicado uma referência ao crescimento da produtividade e ao investimento em capital. Vários estudos apontam para que os desenvolvimentos tecnológicos possam ter efeitos ambíguos sobre a inflação e a taxa de juro natural: um aumento da produtividade pode exercer pressões desinflacionistas, mas também aumentar a taxa de equilíbrio se impulsionar o investimento e a procura agregada.¹⁰ Por enquanto, os dados mais recentes sobre a produtividade total dos fatores não revelam uma aceleração clara nos últimos trimestres nem em comparação com décadas anteriores (embora os dados sobre a inflação mostrem que o forte investimento em IA está a aumentar a procura e, com ela, os preços no consumidor dos produtos relacionados). Esta incerteza poderia corroborar o argumento de Warsh a favor de divulgar menos previsões sobre indicadores não observáveis e especialmente difíceis de estimar em momentos de mudança, como o crescimento potencial, o mercado de trabalho ou a taxa de juro de equilíbrio.

Por último, a política de balanço pode representar outra mudança importante na Fed de Warsh. Se transformar o seu ceticismo histórico em relação às compras de ativos numa redução mais acelerada do balanço, poderá deparar-se com os limites operacionais que a Fed já encontrou quando retirou liquidez demasiado depressa. Enquanto governador, Warsh mostrou-se cético quanto à capacidade das compras de obrigações para impulsionar a economia e chegou mesmo a referir a necessidade de se chegar a um novo «acordo» entre a Fed e o Tesouro. Como demonstram episódios como o *taper tantrum* de 2013 (que revelou os custos de uma comunicação imprecisa sobre a retirada dos estímulos) ou as tensões no mercado de *repos* em 2019 (que demonstraram o papel central das reservas no atual sistema financeiro), será necessário agir com muita cautela para não comprometer a estabilidade financeira.

Em suma, a Fed de Warsh aponta para uma política monetária menos orientada e mais dependente da evolução dos dados. A verdadeira magnitude da mudança na política de comunicação dependerá da capacidade de transformar a sua visão sobre a gestão das expectativas e a implementação da política monetária num quadro legível e aceite pelo mercado. Tornar a função de reação menos explícita pode aumentar a flexibilidade da Fed num ambiente mais incerto, mas também exige o reforço da credibilidade e da independência da instituição. O desafio consiste em comunicar o novo quadro sem substituir o que é considerado uma falsa precisão por uma opacidade igualmente desnecessária; o risco é de que menos orientação prévia se traduza em mais volatilidade do que clareza.

10. Melina, G. e Villa, S. (2025). «From servers to rates: AI, ICT capital, and the natural rate». IMF Working Paper n.º 2025/224. FMI. E Aldasoro, I., Doerr, S., Gambacorta, L. e Rees, D. (2024). «The impact of artificial intelligence on output and inflation». BIS Working Paper n.º 1179). BIS.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,15	25	25	25
Euribor 3 meses	2,32	2,27	6	30	39
Euribor 12 meses	2,73	2,80	-8	49	67
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,43	2,41	1	41	66
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,53	2,53	0	41	67
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,86	2,94	-8	0	27
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,34	3,35	-1	6	12
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,24	3,30	-6	9	20
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,73	3,66	8	8	-56
Dívida pública a 1 ano	3,97	3,77	21	50	0
Dívida pública a 2 anos	4,17	4,00	17	70	42
Dívida pública a 10 anos	4,47	4,44	3	30	19

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	53	-1	1,1	-3,5
Itraxx Financeiro Sénior	54	55	-1	0,0	-4,6
Itraxx Financeiro Subordinado	89	91	-2	-4,0	-12,6

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,142	1,166	-2,0	-2,8	-2,5
EUR/JPY (ienes por euro)	185,680	185,670	0,0	0,9	9,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,867	-0,6	-1,2	0,8
USD/JPY (ienes por dólar)	162,550	159,270	2,1	3,7	12,4

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	123,2	135,1	-8,8	12,3	19,7
Brent (\$/barril)	72,9	92,1	-20,8	19,8	7,6
Ouro (\$/onça)	4.008,0	4.540,3	-11,7	-7,2	22,4

Mercado acionista

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.499,4	7.580,1	-1,1	9,6	21,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.328,1	6.050,5	4,6	9,3	18,8
Ibex 35 (Espanha)	19.471,9	18.362,9	6,0	12,5	39,4
PSI 20 (Portugal)	9.132,6	9.076,5	0,6	10,5	21,4
Nikkei 225 (Japão)	70.062,3	66.329,5	5,6	39,2	74,5
MSCI emergentes	1.722,9	1.752,2	-1,7	22,7	40,2