

Nota Breve 14/03/2025

**Mercados financeiros · A Fed manter-se-á em pausa****Reunião de 18 e 19 de março de 2025: o que esperamos?**

- Esperamos que a Reserva Federal mantenha a taxa *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50% na próxima reunião de 18 e 19 de março, dando continuidade à postura cautelosa que adotou desde o início do ano.
- O balanço dos riscos dos dois mandatos da Fed, o pleno emprego e a estabilidade dos preços, não justifica, por enquanto, uma alteração da orientação da política monetária. O mercado de trabalho não mostra sinais de arrefecimento e a inflação fez poucos progressos nos últimos seis meses em direção ao objetivo dos 2% da Fed.
- No entanto, as perspetivas económicas não são as mesmas que na reunião de janeiro, quando a Fed fez a primeira pausa no ciclo de flexibilização monetária. O nível de incerteza é agora muito mais elevado. A implementação errática e imprevisível da política comercial da nova Administração Trump, juntamente com a expectativa de cortes nas despesas públicas e na dimensão da força de trabalho federal, desencadearam uma deterioração do sentimento económico.
- A Fed deverá agora calibrar os riscos de uma inflação mais elevada resultante das novas tarifas, com um possível abrandamento do crescimento económico atribuído a uma incerteza elevada. Por conseguinte, o quadro atualizado das previsões macroeconómicas da Fed, bem como o *dot plot*<sup>1</sup>, merecerão especial atenção para avaliar a sua apreciação do atual panorama económico.
- Contudo, prevemos que a Fed manterá o tom cauteloso na estratégia de política monetária. Acreditamos que a Reserva Federal vai querer mais dados para avaliar adequadamente o impacto das políticas económicas da Casa Branca, bem como mais meses de bons dados sobre a inflação, antes de tomar qualquer medida.
- Os mercados financeiros também não esperam qualquer alteração na reunião de março. No entanto, descontam com 100% de probabilidade um corte em junho, seguido de outro em setembro, e com uma probabilidade próxima dos 70%, um terceiro corte no final do ano.

**Condições económicas e financeiras**

- **Um sólido 2024 e um início de 2025 misto:**
  - O PIB dos EUA registou um crescimento de 2,8% em 2024, uma desaceleração de apenas uma décima em comparação com o crescimento de 2023. Esta robustez da economia dos EUA deveu-se, principalmente, ao bom desempenho da procura interna, que contribuiu com 3,1 p.p. para o crescimento total do ano, impulsionada pelo investimento e pelo consumo privado, apoiado pela robustez do mercado de trabalho.
  - Por sua vez, 2025 começou com dados mistos, num contexto de incerteza económica acrescida. Em primeiro lugar, a confiança dos consumidores enfraqueceu (o índice de confiança dos consumidores do Conference Board sofreu a sua pior queda mensal, de -7 pontos, em mais de três anos), o que se refletiu parcialmente em ligeiros declínios nas vendas a retalho e nas despesas de consumo. O défice comercial aumentou em janeiro, devido a um aumento significativo das importações (+10%), uma vez que as empresas procuraram antecipar-se às novas tarifas. Esta situação irá afetar o PIB, mas poderá ser compensada pelas existências mais à frente no ano.
  - No entanto, os PMIs e ISMs mostraram sinais positivos de dinamismo. No caso de ambos os inquéritos, tanto os indicadores da indústria transformadora como os dos serviços encontram-se em território expansionista (acima de 50). No entanto, o *nowcast* da Fed de Nova Iorque aponta para um crescimento de 0,66% em cadeia (2,7% anualizado)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> O *dot plot* é uma ferramenta utilizada pela Fed para mostrar as projeções dos membros do FOMC sobre as taxas de juro futuras e é atualizado quatro vezes por ano.

<sup>2</sup> O modelo da Fed de Atlanta gerou uma distorção maior do que o normal devido a uma recuperação das importações de ouro, levando o modelo a esperar um crescimento anualizado de -1,5% no 1T2025. Um ajustamento subsequente às importações de ouro sugere um crescimento anualizado de 0,4%.

- **Mercado de trabalho, numa posição “saudável”:**
  - Todos os indicadores sugerem que o mercado de trabalho se normalizou desde o pico das tensões pós-pandemia e as condições atuais não apontam para um arrefecimento. Em particular, a taxa de desemprego estabilizou em cerca de 4,1% desde setembro do ano passado e a procura de emprego mantém uma boa dinâmica: entre dezembro e fevereiro, foram criados, em média, cerca de 200.000 novos postos de trabalho por mês (acima da média mensal de 167.000 em 2024). A taxa de despedimento permanece historicamente baixa em 1,1% e as vagas em janeiro aumentaram novamente.
  - O impacto dos cortes de pessoal levados a cabo pela agência do DOGE ainda não afetou os dados agregados sobre o emprego. O governo federal emprega cerca de três milhões de pessoas (perto de 2% da força de trabalho total), e 10.000 empregos no sector foram perdidos em fevereiro (0,3% do total de empregos federais). Devido ao congelamento das contratações, os postos de trabalho no sector também não aumentaram, mas a criação de emprego privado mais do que compensou para atingir os valores discutidos no ponto anterior.
- **O processo de desinflação avança lentamente:**
  - Depois de recuperar durante cinco meses consecutivos, a inflação global caiu finalmente 0,2 p.p. em fevereiro para 2,8%. A inflação subjacente caiu para 3,1%, após ter estagnado entre 3,2% e 3,3% desde junho de 2024. A repartição por componente do valor de fevereiro foi encorajadora, pois mostrou que a queda se deveu, em grande parte, à moderação da inflação dos serviços, a maior e mais persistente componente do cabaz de consumo. Os dados de fevereiro confirmam que o processo desinflacionista subjacente não desapareceu totalmente. No entanto, a estes níveis, a inflação ainda se encontra em níveis elevados e os progressos são muito lentos. Daí a cautela da Fed.
  - Os riscos de inflação permanecem latentes. Os progressos registados em fevereiro têm apenas um mês e algumas componentes do cabaz, como os preços dos alimentos e da habitação, ainda não abrandaram. Por outro lado, a imposição de tarifas representa o maior risco para os preços a curto prazo, embora ainda não se saiba como é que o novo imposto será distribuído entre as margens dos importadores e os consumidores finais.
  - Apesar destes riscos, as expectativas de inflação a longo prazo permanecem ancoradas, com os swaps de inflação a 5 anos a serem negociados a 2,5%. As expectativas de inflação a curto prazo, por outro lado, aumentaram, com o swap de inflação a 1 ano a aumentar, em seis meses, 1 p.p. para 3%.
- **A volatilidade aumenta nos mercados financeiros:**
  - O crescente nervosismo quanto ao impacto negativo da política comercial dos EUA pesou no sentimento dos investidores e os mercados financeiros estão agora a prever três cortes nas taxas de juro em 2025, em comparação com os dois previstos após a reunião de janeiro da Fed.
  - Este sentimento repercutiu-se no resto dos ativos de risco dos EUA. No mercado da dívida soberana, as *yields* dos *treasuries* caíram substancialmente ao longo do último mês e meio (até -20 p.b. em toda a curva), arrastadas por uma queda das taxas reais. Um pico de volatilidade conduziu a perdas nos principais índices de ações, com o S&P 500 a acumular -6% no ano. O dólar enfraqueceu, deixando o euro a negociar perto de 1,08 dólares, longe dos 1,02 dólares registados no início do ano.

### Mensagens recentes da Fed

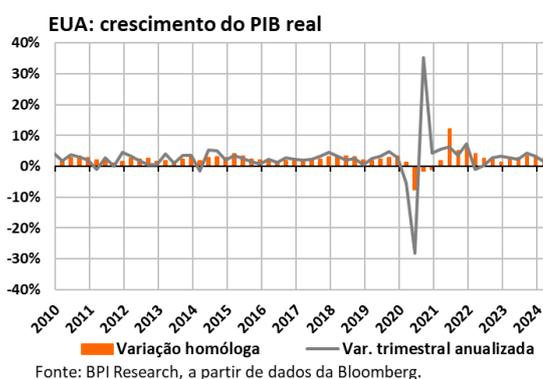
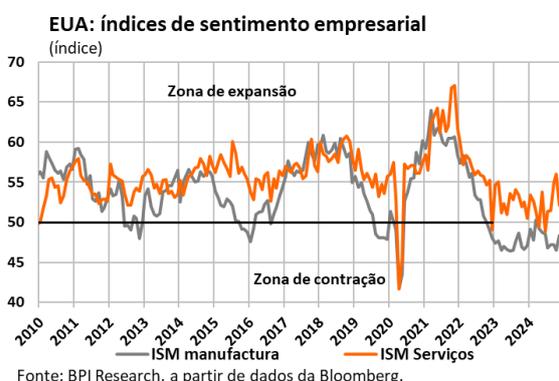
---

- As mensagens recentes da Fed coincidiram no reforço das expectativas de uma pausa em março. Os vários membros do FOMC sublinharam que as condições atuais não exigem alterações nas taxas de juro.
- Em geral, também tem havido consenso entre os membros do FOMC de que é necessária mais clareza sobre o impacto da incerteza e da política comercial antes de serem tomadas decisões. Nas palavras de Powell, “estamos focados em separar os sinais de ruído à medida que o quadro evolui. Não precisamos de nos apressar e estamos bem posicionados para esperar por mais clareza”. Também reforçaram que a economia continua sólida, mas outros membros da Fed reconheceram que a incerteza aumenta os riscos de abrandamento da atividade.

### Perspetivas a médio prazo da Fed

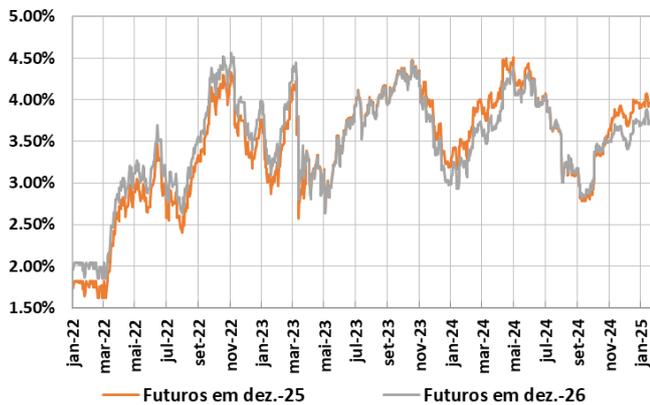
- O mapa de riscos que a Fed enfrenta é desafiante. A incerteza do ambiente económico é elevada, tal como a extensão e o impacto final que as novas políticas implementadas pela Administração Trump terão na economia. A Fed terá de calibrar os riscos de inflação com o enfraquecimento da confiança e a potencial turbulência nos mercados financeiros.
- O nosso cenário base é que a Fed permanecerá em pausa até ao final de 2025, mas os riscos de a Fed avançar mais cedo aumentaram.

### Indicadores de condições económicas



**Indicadores de condições financeiras**

**Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)**



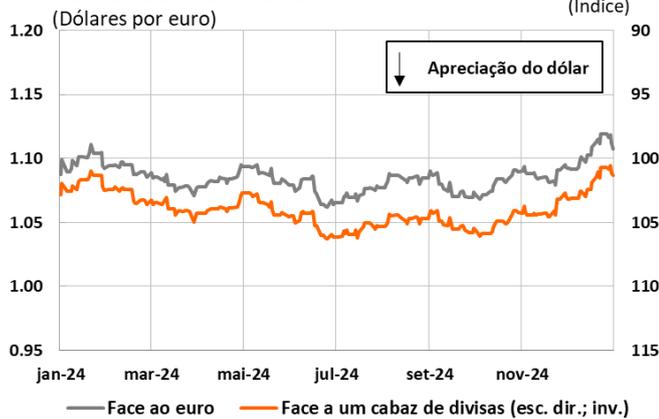
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**EUA: yields da dívida pública**



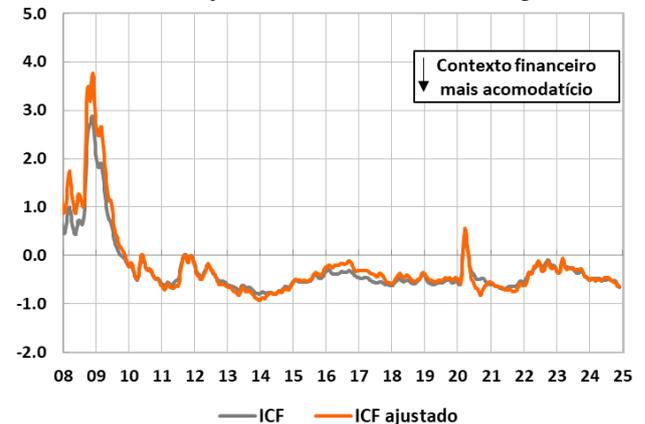
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

**Taxa de câmbio do dólar**



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

**EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago**



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

BPI Research, 2025  
e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.