

Nota Breve 15/09/2025

Mercados financeiros · A Reserva Federal vai começar a baixar taxas.**Reunião de 16 e 17 de setembro de 2025: o que esperamos?**

- Tudo indica que a Fed reduzirá as taxas de juros em 25 b.p. e colocará a taxa dos *Fed funds* na faixa de 4,00% a 4,25%, numa decisão amplamente descontada pelos mercados financeiros. Será a primeira descida após um período de pausa desde o início do ano, no qual a Fed decidiu permanecer cautelosa para navegar num ambiente macroeconómico marcado pela alta incerteza derivada das novas políticas da Casa Branca.
- Até agora, o balanço de riscos dos seus dois mandatos, estabilidade de preços e máximo emprego, permitiu esta postura cautelosa: um mercado de trabalho equilibrado (taxa de desemprego estável e em torno dos níveis naturais, juntamente com o arrefecimento gradual da criação de emprego) e inflação ainda acima da meta de 2% e com riscos do lado ascendente, justificavam a manutenção das taxas em níveis que a Fed descreve como "moderadamente restritivos".
- No entanto, os dados mais recentes sugerem uma alteração deste equilíbrio: os riscos descendentes no mercado de trabalho, onde tanto a procura como a oferta de emprego arrefeceram nos últimos meses, estão a ganhar peso face a uma recuperação dos preços, uma vez que a transmissão dos direitos aduaneiros para a inflação está a ser mais lenta e suave do que o inicialmente esperado. Essa dinâmica abre espaço para a Fed se concentrar na situação do mercado de trabalho.
- Com este corte já descontado, a chave para a reunião será a atualização das previsões macroeconómicas e projeções de taxas de juro dos membros do FOMC para esclarecer o ritmo dos próximos cortes. No cenário apresentado em junho, a Fed previu um arrefecimento do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego em 4,5%, em média, no 4º trimestre, e uma inflação em torno de 3,0% para a inflação global e 3,1% para a subjacente. Nesse cenário, a projeção mediana apontava para dois cortes neste ano. Atualmente, a taxa de desemprego ainda não atingiu 4,5% e a inflação ainda está abaixo dos níveis projetados em junho, o que implica que:
 - Se o mercado de trabalho se deteriorar ainda mais, isso ficará dentro do que a Fed antecipou e não forçará o ritmo de cortes a acelerar num ambiente onde persistem riscos inflacionistas, com tarifas em segundo plano e atividade que continua a mostrar resiliência.
 - Por outro lado, se a inflação não se materializar em níveis próximos de 3%, a Fed pode optar por avançar mais rapidamente com cortes para evitar uma maior deterioração do emprego.
- No entanto, dada a complexidade do cenário e os riscos persistentes, esperamos que a Fed reitere que as decisões serão tomadas reunião a reunião e com base na totalidade dos dados. Powell evitará comprometer-se com decisões futuras.
- Por fim, vale a pena notar que a Fed mantém outro desafio com os riscos para a sua independência, intensificados após a nomeação de Stephen Miran, um colaborador próximo da Casa Branca, para substituir Ariana Kugler (que se demitiu no verão) até ao final do ano, e a demissão de Lisa Cook pelo Presidente Trump (Cook levou a decisão a tribunal onde será decidido o seu futuro no cargo). É importante lembrar que o FOMC conta com a participação de 7 membros do Conselho de Governadores e dos 12 presidentes dos bancos regionais da Fed, dos quais cinco têm direito a voto. O impacto institucional do recrudescimento das tensões e o seu efeito a longo prazo sobre a inflação e os mercados financeiros é uma questão que deverá ser monitorizada nos próximos meses.

Condições económicas e financeiras

- **Um 3T que começa com dinamismo, apesar dos sinais do mercado de trabalho**
 - Os dados do 2T mostram a reversão dos "efeitos de antecipação" devido à entrada em vigor das tarifas dos EUA. Após o 1T, em que o *boom* antecipado das importações provocou uma queda do PIB dos EUA, no 2T o PIB dos EUA recuperou 0,8% em cadeia, com uma forte contribuição positiva do setor externo devido a uma queda notável nas importações. Olhando para o 3T, a maioria dos indicadores de atividade nos EUA aponta para um crescimento dinâmico. Os PMIs estão

confortavelmente em território de expansão (em agosto, a 55,4, o maior valor desde dezembro) e os modelos *nowcast* da Fed de Nova York e Atlanta indicam taxas de crescimento trimestral de 0,5% a 0,7%.

- Em vez disso, o mercado de trabalho envia sinais contrários. Especificamente, a economia dos EUA criou 51.000 novos empregos por mês, em média, em julho e agosto (vs. 127.000 em média nos 12 meses anteriores) e, além disso, a revisão estatística da série mostrou uma criação de apenas 6.000 em todo o mês de maio e junho (vs. 291.000 inicialmente estimados). O contraste entre a perda de dinamismo na criação de emprego e uma taxa de desemprego relativamente estável de 4% sugere que o mercado de trabalho pode estar a arrefecer tanto do lado da procura como do lado da oferta (num contexto de restrições migratórias), uma reflexão feita pelo presidente da Fed, Jerome Powell. Além disso, o BLS reviu em baixa em 911.000 empregos criados entre abril de 2024 e março de 2025 (uma revisão muito maior do que o habitual), sugerindo que o arrefecimento da mão de obra pode ter começado mais cedo do que o estimado até agora.

- **As pressões inflacionistas mantêm-se no terreno**

- A inflação medida pelo IPC recuperou nos últimos quatro meses, atingindo 2,9% no índice global e 3,1% no subjacente, níveis não vistos desde o início do ano. A medida preferida da Fed, o PCE, também repetiu o padrão, com a subjacente a atingir 2,9% em julho. O recorde resultou de uma combinação de fatores, em parte devido à persistência de serviços que ainda não viram os preços a diminuir, bem como uma recuperação lenta e reduzida, por enquanto, nos preços dos bens. Este último reflete que o impacto das tarifas nos preços no consumidor ainda é moderado, em parte porque as empresas estão a absorver uma boa parte dos custos.
- Entretanto, as expectativas de inflação a longo prazo permanecem relativamente ancoradas (cerca de 2,6% em cinco anos e 2,4% em dez anos). Ao mesmo tempo, as hipotecas de curto prazo, que tinham recuperado no início do ano, parecem ter se estabilizado em torno de 3,0% (1 ano à frente) no último mês.

- **Os mercados financeiros estão confiantes de que o Fed reduzirá as taxas consecutivamente**

- Os mercados de futuros seguiram uma trajetória de flexibilização monetária mais agressiva do que há alguns meses. Atualmente, os cortes estão descontados para as três reuniões restantes em 2025 e mais três em 2026, o que deixaria os *Fed funds* entre 2,75% e 3,00%. Com este reajustamento das expectativas, a *yield curve* soberana deslocou-se para baixo, com os rendimentos a dois anos a serem negociados 40 pontos base abaixo dos níveis do final de julho. Mesmo as tranches longas, que resistiam a cair face aos riscos orçamentais e institucionais, cederam nas últimas sessões e o referencial a 30 anos atingiu os 4,70%, depois de ter tocado nos 5% no mês passado.

Mensagens recentes da Fed

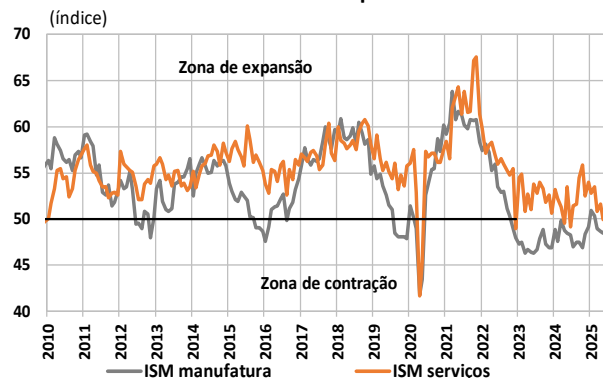
- O presidente da Fed, Jerome Powell, abriu a porta para um corte de juros na reunião anual de Jackson Hole, observando que "com a política [monetária] em território restritivo e um balanço de riscos em mudança, pode ser apropriado ajustar a orientação da política monetária". Desde então, vários membros do FOMC subscreveram este ponto de vista. Governadores como Bowman e Waller já defendiam um corte em julho, e outros participantes têm sido a favor de levar as taxas a um nível mais neutro para responder ao enfraquecimento do mercado de trabalho.
- No entanto, outros membros permaneceram mais preocupados com os riscos de inflação. Nesse sentido, membros como Hammack e Schmid acreditam que ainda são necessárias taxas "moderadamente restritivas" para atingir e manter a meta.

Perspetivas a médio prazo da Fed

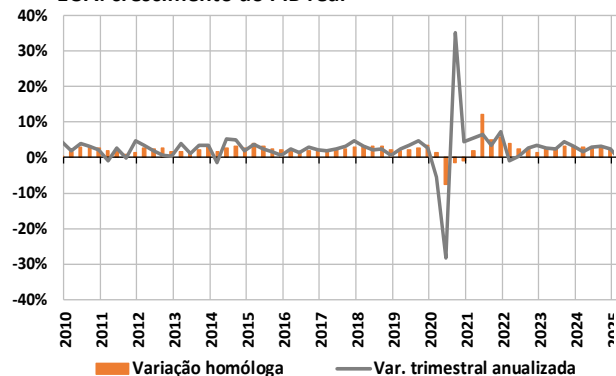
- O mapa de risco para a Fed é desafiador e coloca uma pressão nos seus dois objetivos. Nos próximos meses, a Fed deve equilibrar o arrefecimento do mercado de trabalho sem comprometer o avanço da inflação em direção à meta. Assim, acreditamos que será capaz de levar os juros para um terreno neutro, mas a partir de uma postura cautelosa e disposta a fazer as pausas necessárias para manter as expectativas de inflação ancoradas.

Indicadores de condições económicas

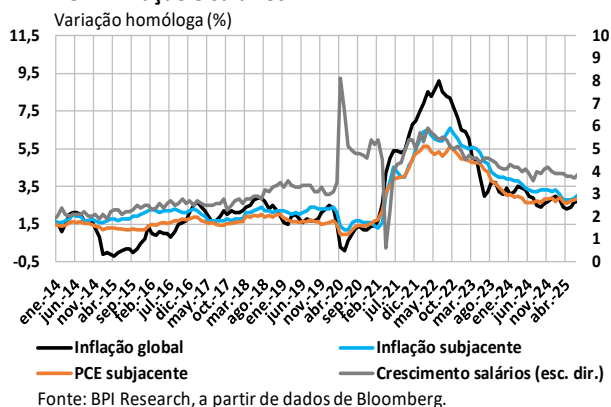
EUA: índices de sentimento empresarial



EUA: crescimento do PIB real



EUA: inflação e salários

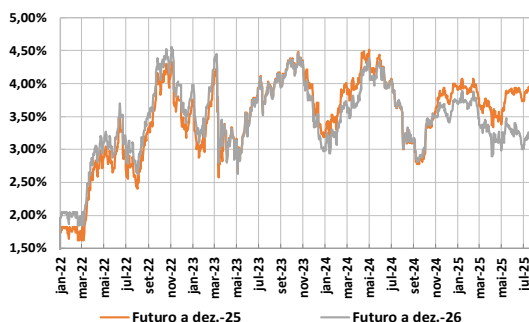


EUA: expectativas de inflação a 5 anos dentro de 5 anos



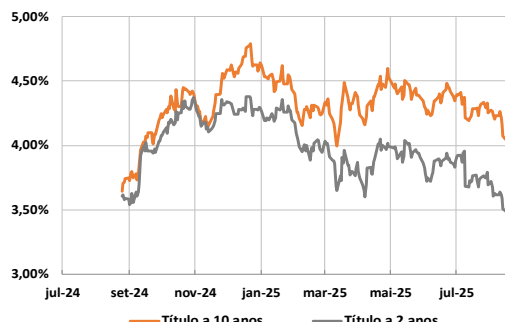
Indicadores de condições financeiras

Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)

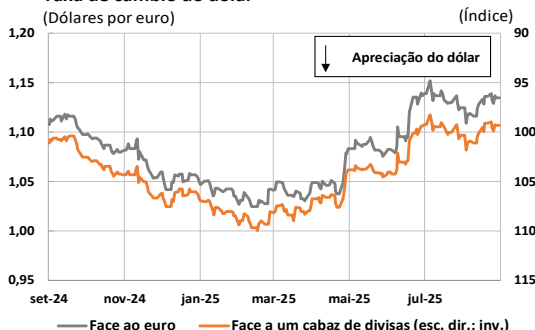


Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: rentabilidades da dívida pública

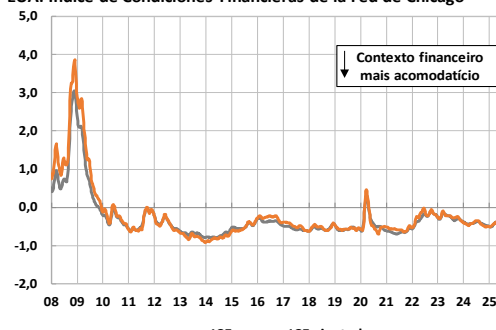


Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxa de câmbio do dólar
(Dólares por euro)


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

EUA: Índice de Condições Financieras de la 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.