

Nota Breve 24/01/2025

Mercados financeiros · A Fed vai fazer uma pausa**Reunião de 28 e 29 de janeiro de 2025: de que estamos à espera?**

- Tudo indica que a Fed fará a primeira pausa no ciclo de flexibilização monetária e manterá a taxa dos *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%, depois de a ter reduzido em 100 p.b., consecutivamente, nas últimas três reuniões em 2024.
- A pausa foi antecipada através de vários canais. Em primeiro lugar, o *dot plot*¹ da reunião de dezembro, que previa apenas dois cortes nas taxas em 2025, em comparação com os quatro projetados no *dot plot* de setembro. O segundo, o tom geral de Powell na conferência de imprensa após a reunião do FOMC no mês passado: afirmou que estamos no ponto, ou perto do ponto, que justifica uma pausa e que a política monetária está, assim, a entrar numa nova fase caracterizada pela cautela e por um ritmo mais lento de cortes nas taxas. E, em terceiro lugar, o eco que vários membros da Fed deram ao tom de Powell nas suas declarações ao longo das últimas semanas.
- A mudança de orientação da Fed baseia-se no equilíbrio de riscos no seu duplo mandato. Por um lado, os riscos descendentes para o mercado de trabalho moderaram, com uma bateria de indicadores a sugerir que o mercado de trabalho se encontra numa posição saudável, enquanto a atividade se mantém robusta. Por outro lado, os riscos para a inflação foram novamente enviesados no sentido ascendente. A persistência da inflação dos serviços tem mantido a inflação subjacente globalmente estagnada desde o verão do ano passado, e a subida dos preços da energia e dos produtos alimentares a curto prazo gerou uma subida da inflação global. Para além disso, as políticas propostas pela nova Administração da Casa Branca contêm uma clara tendência inflacionista com a qual a Fed terá de trabalhar.
- Em suma, não prevemos uma alteração do tom cauteloso da Fed relativamente à sua estratégia de flexibilização monetária para os próximos meses, nem uma alteração da sua estratégia de médio prazo de prosseguir a trajetória para taxas neutras. Mas a robustez da atividade e o equilíbrio dos riscos sugerem cautela.
- Os mercados financeiros também não preveem um corte na reunião de janeiro e esperam que o próximo corte ocorra no verão, entre junho e julho, com uma probabilidade ligeiramente superior a 50% de um segundo corte até ao final do ano.

Condições económicas e financeiras

- **A atividade económica continua a expandir a um ritmo sólido:**
 - Após um sólido crescimento trimestral de 0,8% no 3T, os indicadores apontam para que a atividade se mantenha robusta no 4T. Os *nowcasts* da Fed antecipam um crescimento entre 0,65% e 0,75%, o que colocaria o crescimento em 2024 em torno de 2,8%.
 - Em particular, o consumo voltará a ser o motor de crescimento da economia. As despesas de consumo aumentaram em outubro e novembro (+0,3% e 0,4%, em cadeia, respetivamente), e as vendas a retalho também avançaram, em média, 0,60% em cadeia no 4T (tal como no 3T). A confiança dos consumidores atingiu os níveis mais elevados do ano no 4T. Além disso, o aumento mensal de 0,9% na produção industrial no mês passado, após uma expansão revista em alta de 0,4% em novembro, foi generalizado e marcou o ritmo de crescimento mais forte desde maio. Com efeito, o ISM da indústria transformadora, embora ainda abaixo do limiar de expansão, recuperou em dezembro e o indicador no quarto trimestre (48,1) registou uma melhoria de um ponto em relação ao terceiro trimestre. O ISM dos serviços continuou a situar-se confortavelmente em território expansionista nos últimos meses do ano, o que constitui mais um sinal da força da economia no final do ano.

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

- **O mercado de trabalho, numa posição “saudável”:**
 - Todos os indicadores sugerem que o mercado de trabalho normalizou desde os momentos de maior tensão após a pandemia. Em particular, a taxa de desemprego estabilizou em torno de 4,1%-4,2% desde junho do ano passado. Por outro lado, a procura de emprego, que tinha dado sinais de arrefecimento no verão, ganhou ímpeto nos últimos meses do ano: a criação de emprego (medida pelos *non-farm payrolls*) recuperou no 4T (170 000 novos postos de trabalho criados por mês, em média, em comparação com 159 000 no trimestre anterior), e o número de vagas de emprego por desempregado aumentou de forma constante durante o segundo semestre do ano, a partir dos mínimos de maio. A taxa de despedimento também permanece historicamente baixa, em 1,1%.
- **O processo de desinflação encontra resistência:**
 - A inflação global (IPC) recuperou 2 décimas para 2,9% em dezembro (terceiro mês consecutivo de aumento), um nível não observado desde julho de 2024. Entretanto, a inflação subjacente (que exclui alimentos e energia) surpreendeu ao moderar uma décima para 3,2% em termos homólogos, depois de ter permanecido estagnada em 3,3% desde agosto.
 - O aumento da inflação global deveu-se a uma queda menor dos preços da energia, que, na verdade, aumentaram em termos mensais. Além disso, os preços dos produtos alimentares voltaram a aumentar e, em termos globais, o *momentum* da inflação global subiu para 3,10% (não observada desde o início de 2024), sinalizando uma recuperação contínua. Por outro lado, a moderação da inflação subjacente, uma componente mais inercial, foi um bom sinal, especialmente a moderação da inflação dos serviços para 4,5%, confirmando 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.
 - O PCE, a medida de inflação preferida da Fed, está em níveis mais moderados, mas também com alguma persistência: o núcleo do PCE tem estado preso entre 2,7% e 2,8% desde o verão.
- **As condições financeiras tornaram-se mais rigorosas:**
 - Os mercados financeiros reajustaram as suas expectativas quanto à trajetória da Fed após a reunião de dezembro, passando de três cortes em 2024 para um e, finalmente, dois no momento da redação da presente nota.
 - Desde a última reunião da Fed, a *yield* do *Treasury* a 10 anos subiram mais de 10 p.b. e estão agora 100 p.b. acima do nível em que se encontravam no início do ciclo de flexibilização monetária, em setembro. Este movimento explica-se, em parte, pelo facto de a Fed ter adotado uma postura mais cautelosa e também pelo aparecimento de Donald Trump em cena. Os investidores começaram a esperar uma inflação mais elevada e uma deterioração orçamental sob a nova presidência, o que resultou num prémio de risco mais elevado e em taxas de juro mais elevadas para a dívida soberana.
 - Com a *yield* do *Treasury* nestes níveis, a taxa de juro do crédito à habitação (tomando como referência a taxa fixa a 30 anos) tem-se mantido em cerca de 7,0%, 1 p.p. acima dos níveis de há três meses.
 - Nos mercados financeiros, os mercados acionistas avançaram 4% desde a última reunião da Fed. Embora as taxas soberanas mais elevadas tenham sido um entrave no final de dezembro, os primeiros dias de Trump deram um impulso, uma vez que os receios de uma imposição rápida e abrupta de tarifas diminuíram e resultado do apoio explícito da Casa Branca a projetos de investimento em tecnologia.
 - O dólar, que tocou 1,02 contra o euro no início do ano, está agora a ser negociado perto de 1,04, ligeiramente pressionado pela perspectiva de um Trump menos agressivo em matéria de tarifas, nomeadamente em relação à UE.

Previsões da Fed (dezembro 2024)	2024	2025	2026	Longo prazo
Crescimento do PIB	2,5 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)
Taxa de desemprego	4,2 (4,4)	4,3 (4,4)	4,3 (4,3)	4,2 (4,2)
Inflação global	2,4 (2,3)	2,5 (2,1)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
Inflação subjacente	2,8 (2,6)	2,5 (2,2)	2,2 (2,0)	-
Taxa de juro oficial	4,4 (4,4)	3,9 (3,4)	3,4 (2,9)	3,0 (2,9)

Notas: Entre parênteses, as previsões até setembro de 2024. O PIB e a inflação são variações homólogas a partir do 4T. A inflação refere-se ao PCE. A taxa de desemprego é a média do 4T.

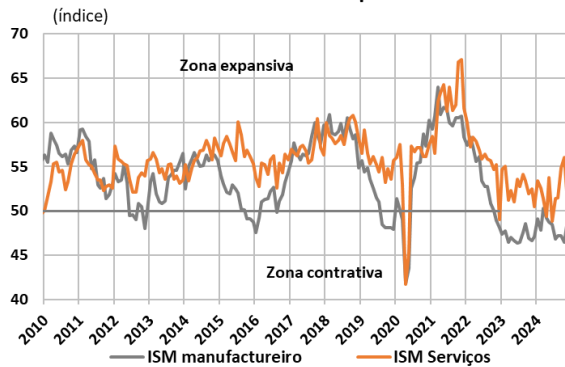
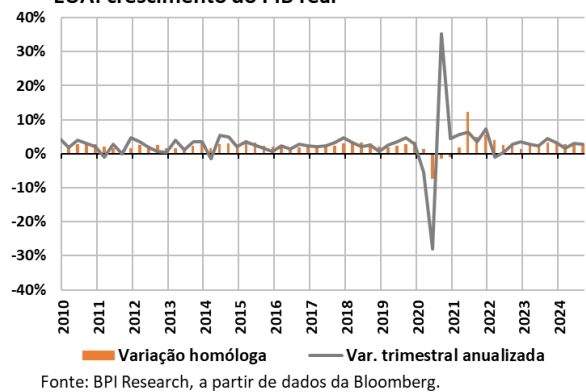
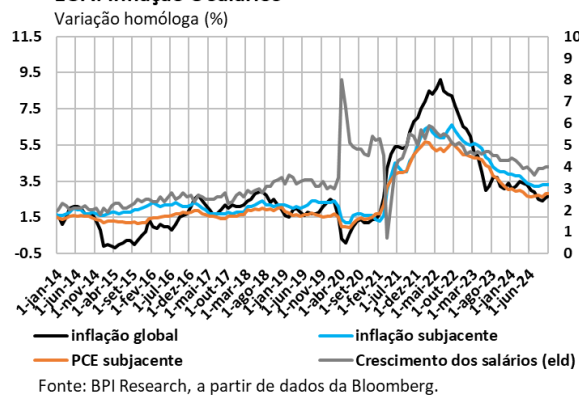
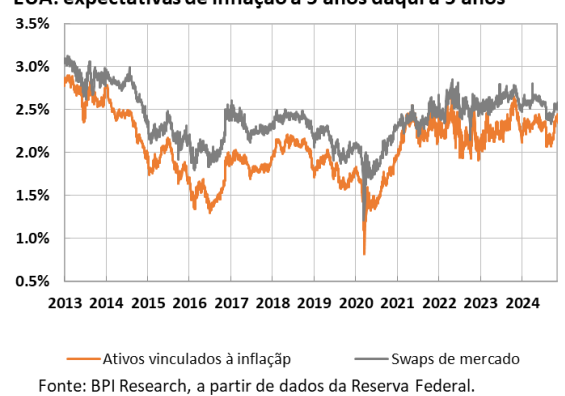
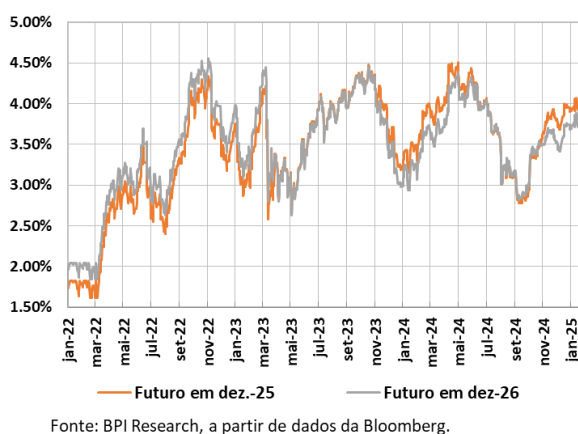
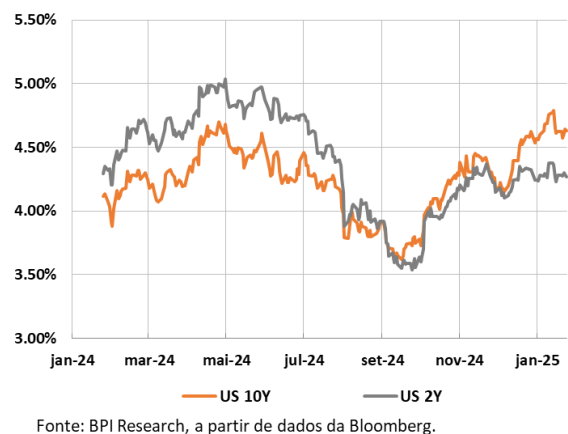
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Reserva Federal.

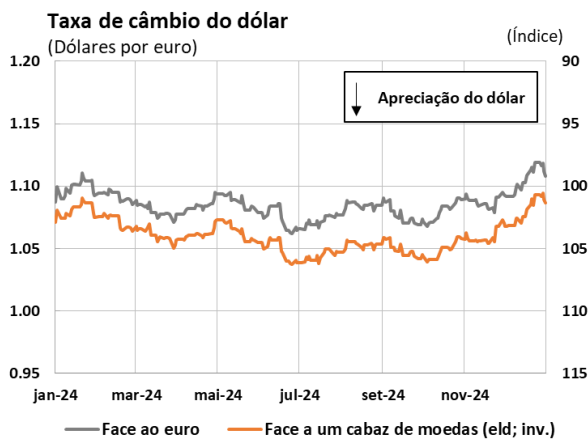
Mensagens recentes da Fed

- As recentes mensagens da Fed coincidiram no reforço das expectativas de uma pausa em janeiro. Os vários membros do FOMC fizeram eco de Powell, dizendo que agora é altura de abrandar o ritmo de redução das taxas.
- Para além de janeiro, existe também consenso quanto ao facto da Fed continuar a avançar para uma posição neutra. No que respeita à velocidade, porém, parece haver menos consenso. Por um lado, por exemplo, o Governador Waller mostrou-se mais otimista quanto ao facto de a inflação continuar a progredir em direção ao objetivo de 2% e que “seriam apropriados mais cortes”. Por outro lado, outros mais *hawkish*, como Beth Hammak (que foi a única a votar contra o corte em dezembro), comentaram que consideram as atuais expectativas do mercado adequadas e observaram que “ainda temos um problema de inflação”. No entanto, manteve-se a mensagem de que as decisões serão tomadas numa base de reunião a reunião e com base na totalidade dos dados.

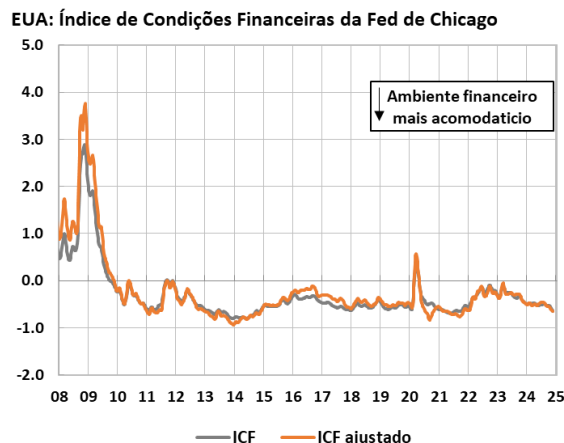
Perspectivas da Fed a médio prazo

- O mapa de riscos que a Fed enfrenta é um desafio. Em primeiro lugar, porque ainda existe muita incerteza em torno das políticas que o novo presidente irá adotar, do âmbito dessas políticas e do impacto final que terão na economia. Embora Powell tenha afirmado que ainda é necessária mais clareza, as atas da última reunião confirmaram que vários membros da Fed já incorporaram os seus potenciais efeitos nas suas previsões. Além disso, a inflação está a diminuir para o objetivo mais lentamente do que o previsto e a atividade não mostra sinais de abrandamento.
- O nosso cenário de base é que a inflação conseguirá progredir em direção ao objetivo de 2% e que a Fed poderá proceder a cortes em 2025, mas os riscos para essas perspetivas são elevados e a Fed poderá ver-se na posição de fazer uma pausa mais longa.

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 daqui a 5 anos

Indicadores de condições financeiras
Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)

EUA: rentabilidade da dívida pública




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



Fonte: BPI Research, a partir de dados da 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.