

Nota Breve 05/05/2025

Mercados financeiros · maio ainda é demasiado cedo para a Fed cortar**Reunião de 6 e 7 de maio de 2025: o que esperamos**

- Esperamos que a Fed mantenha a taxa dos *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50% na sua próxima reunião de 6-7 de maio. O FOMC querará manter a postura cautelosa que tem adotado desde o início do ano, dada a elevada incerteza que rodeia a economia dos EUA, amplificada após a imposição de tarifas no início de abril. O Fed precisa de mais clareza antes de dar passos adicionais.
- A Fed pode permitir-se esta pausa por duas razões: a inflação ainda tem um caminho a percorrer para atingir o objetivo de 2%, apesar dos bons progressos registados desde fevereiro; e o mercado de trabalho permanece estável. Além disso, apesar da contração do PIB no 1T 2025, a procura interna ainda mostra sinais de dinamismo. Assim, a Reserva Federal pode manter as taxas nos níveis atuais enquanto aguarda uma maior clareza sobre os efeitos das novas tarifas impostas no início de abril, cujo impacto na economia ainda não é conhecido.
- Na sua reunião anterior, a Fed já atualizou as suas previsões económicas, apresentando um quadro de menor crescimento e maior inflação que resultaria em apenas dois cortes nas taxas de juro em 2025. A chave para esta reunião será compreender a avaliação que a Fed faz do cenário atual e se isso tem implicações para as suas previsões e, conseqüentemente, para as expectativas em relação às taxas de juro.
- Os mercados financeiros também não esperam qualquer alteração na reunião desta semana e descontam três cortes nas taxas em 2025, começando em julho e repetindo-se em setembro e dezembro.

Condições económicas e financeiras

- **Uma antecipação das importações provoca uma contração do PIB no 1T2025:**
 - De acordo com a primeira estimativa, o PIB dos EUA registou uma contração de -0,1% em termos trimestrais (-0,3% anualizado) no 1T 2025, tendo a variação anual sido moderada em cinco décimas para +2,0%. Em particular, a contração do PIB deveu-se principalmente a um aumento significativo das importações (+9% qoq), em resposta à antecipação de tarifas, e a uma queda da despesa pública de -0,4% qoq. No entanto, este valor não reflete, por enquanto, a fraqueza económica interna. O crescimento da procura interna contribuiu com +0,6 p.p. para o crescimento do PIB, impulsionado principalmente por um avanço notável no investimento (+1,9% qoq), e pelo consumo privado que, embora o seu crescimento tenha moderado para +0,4% qoq (+1% no 4T 2024), ainda é dinâmico apesar da elevada incerteza e da confiança enfraquecida. As vendas reais, que refletem melhor a força subjacente da economia, aceleraram uma décima em relação ao 4T 2024 para +3,0% (em termos anualizados).
 - No entanto, o sentimento económico continua fraco. Por exemplo, o índice de confiança dos consumidores do Conference Board atingiu o seu nível mais baixo desde 2020, situando-se em 86,0, e o índice ISM da indústria transformadora caiu duas décimas para 48,7 (abaixo de 50 indica contração no sector).
- **O mercado de trabalho permanece, por enquanto, imune às tarifas e à incerteza:**
 - Em abril, a criação de emprego manteve-se dinâmica e as condições do mercado de trabalho não sugerem ainda um impacto negativo das tarifas. A economia criou 177.000 novos postos de trabalho e a taxa de desemprego manteve-se estável nos 4,2%. Mais de 50% dos novos postos de trabalho concentraram-se em sectores cíclicos e, em especial, no setor da logística (o que poderá ser uma consequência do aumento das importações). Além disso, a população ativa aumentou em mais de 500.000 pessoas, apesar de uma queda significativa dos fluxos migratórios.
 - O impacto das reduções de pessoal levado a cabo pela agência DOGE manteve-se limitado. Em abril, perderam-se 9.000 postos de trabalho federais (17.000 entre janeiro e fevereiro), num total de aproximadamente 3 milhões de funcionários federais.

- **O processo de desinflação avança:**

- A inflação global desceu em fevereiro e março para 2,4% e para 2,8% a inflação subjacente, tendo esta última descido abaixo dos 3% pela primeira vez desde 2021. A queda da inflação nos últimos dois meses deveu-se a uma descida significativa dos preços da energia, bem como a uma moderação da inflação dos serviços, o item mais persistente e mais resistente à queda. O mesmo progresso foi registado no PCE, o indicador de inflação preferido da Reserva Federal. Em março, a inflação global caiu duas décimas de ponto percentual para 2,3% e a inflação subjacente manteve-se estável em 2,6%.

- **A imposição de tarifas representa o maior risco de curto prazo para os preços, embora ainda não se saiba como o novo imposto será distribuído entre exportadores, importadores e consumidores finais.** As expectativas de inflação a curto prazo (1 ano), tal como descontadas nos mercados financeiros, recuperaram 0,5 p.p. no último mês, atingindo níveis de 3,6%. E os valores registados em vários inquéritos foram ainda mais elevados, com o inquérito 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 volatilidade aumenta nos mercados financeiros:**

- Desde a última reunião da Fed, os mercados financeiros registaram uma volatilidade muito elevada. Os investidores procuraram clarificar o impacto das tarifas na economia e nas decisões de política monetária. As expectativas de taxas de juro para 2025 flutuaram entre três e quatro no último mês, fixando-se finalmente em três, na sequência de dados positivos sobre o mercado de trabalho no final da semana passada.

- As taxas de juro soberanas têm-se movido em vaivém à medida que os dados, as notícias sobre tarifas e os progressos nas negociações comerciais têm sido divulgados. A inclinação da curva acentuou-se devido às expectativas de flexibilização da política monetária a curto prazo, combinada com fracas perspetivas económicas e deterioração fiscal a médio prazo. Os mercados acionistas também sofreram movimentos de volatilidade, com quedas acumuladas acentuadas de mais de 10% após o anúncio das tarifas, que, entretanto, recuperaram. Por sua vez, o dólar enfraqueceu acentuadamente este ano (quase -10% em relação aos seus principais pares), com o euro a ser transacionado a cerca de 1,13 euros por dólar.

Mensagens recentes da Fed

- As mensagens recentes da Fed coincidiram em reforçar a expectativa de uma pausa em maio. Nas suas várias aparições, os vários membros do banco central apontaram os benefícios de esperar por mais clareza antes de fazer alterações nas taxas de juro.
- Olhando para o médio prazo, parece haver menos consenso. Powell adotou um tom mais *hawkish* quando, num discurso proferido em meados de abril, observou que, mesmo num cenário de estagflação, a Fed não pode atingir o seu objetivo de pleno emprego se as expectativas de inflação não se mantiverem ancoradas, sugerindo que a tendência da Fed poderia mudar para uma abordagem mais orientada para o controlo da inflação. E esse seria o seu objetivo. Por outro lado, o Governador Waller adotou um tom mais acomodaticio, deixando clara a sua preferência pela redução das taxas se as tarifas recíprocas voltarem a ser aplicadas após a pausa de 90 dias.

Perspetivas a médio prazo da Fed

- O mapa de riscos que a Fed enfrenta é desafiador. 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 ao longo do caminho.

- Pensamos que a Fed terá de observar uma deterioração significativa no 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 manter-se-á em pausa.

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.

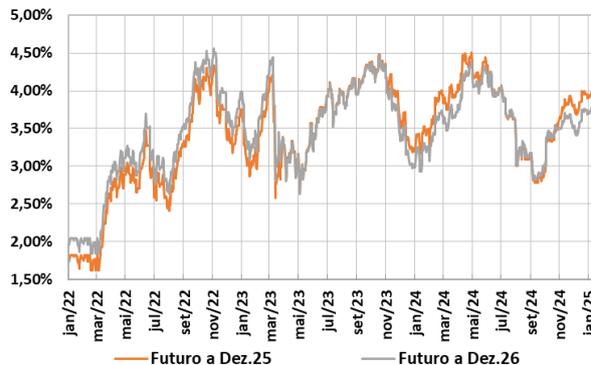
Indicadores de condições financeiras

EUA: rentabilidades da dívida pública



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

Futuros de taxas de juro de referência (Fed funds)



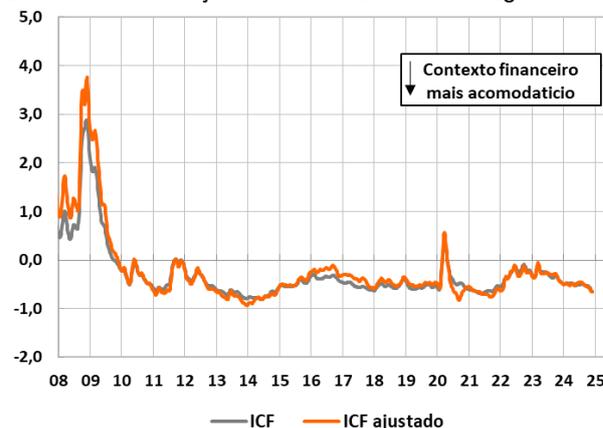
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxa de câmbio do dólar



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

EUA: Índice de Condições Financeiras da Fed de Chicago

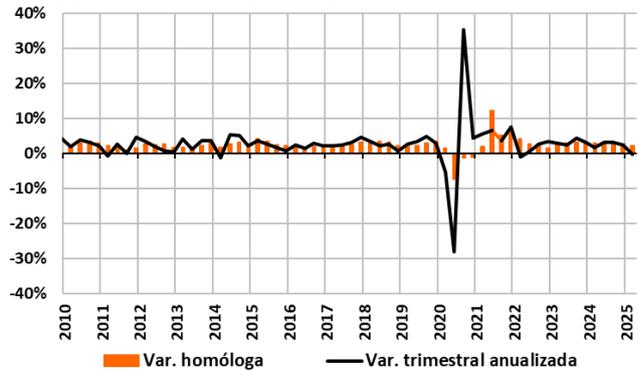


Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

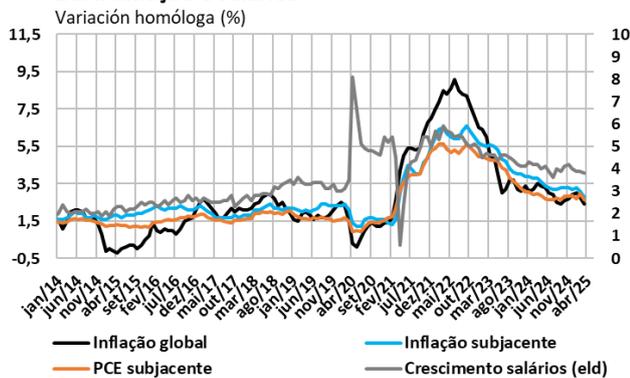
Indicadores de condições económicas

EUA: índices de sentimento empresarial
(índice)


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

EUA: crescimento do PIB real


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

EUA: inflação e salários


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

EUA: expectativas de inflação a 5 anos daqui 5 anos


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