

Nota Breve 25/07/2025

Mercados financeiros · A Reserva Federal perante uma pausa sem unanimidade.**Reunião de 29 e 30 de julho de 2025: o que esperamos?**

- Prevemos que a Fed volte a deixar as taxas de juro inalteradas (*fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%). A reunião de julho será a quinta consecutiva em que a Fed permanece em pausa depois de cortar 100 bps nos últimos meses de 2024.
- A pausa é uma decisão amplamente descontada pelos mercados financeiros, mas que provavelmente verá dissidentes dentro do FOMC. Após a reunião de junho, aprendemos que dentro da Fed há uma divergência de opiniões: por um lado, um grupo mais cauteloso que antecipa apenas um corte de juros este ano ou mesmo nenhum; do outro, uma ala mais acomodada que continua a projetar pelo menos dois cortes. E desta ala, alguns membros têm se manifestado em começar a baixar as taxas já em julho. Esta dispersão de expectativas reflete o quão complexas são as perspetivas da Fed, colocando os seus dois objetivos, pleno emprego e estabilidade de preços, em tensão.
- O bloco mais *dovish* (acomodatício) está mais preocupado com as condições do mercado de trabalho do que com o impacto das tarifas na inflação. Considera que estas irão gerar um aumento do nível de preços (impacto transitório na inflação) e que os riscos de gerar efeitos de segunda ordem são bastante limitados. Enquanto isso, esta facção avalia que as condições do mercado de trabalho não são tão sólidas quanto parecem: a criação de empregos no setor privado arrefeceu e, embora a taxa de desemprego permaneça sob controle, a taxa de contratação está no mínimo. O governador Waller caracterizou-o como um mercado de trabalho "em pausa" e que "bastaria pouco para inclinar a balança."
- O bloco mais *hawkish* prefere manter-se cauteloso e tem três razões para o fazer.
 - Primeiro, porque nem a Fed (nem ninguém) sabe como, quando e qual será o nível de chegada das tarifas. Embora já tenham sido alcançados alguns acordos, as perspetivas são ainda incertas. A Fed precisa de algum tipo de resolução para poder entender o impacto generalizado que terá na economia, o que nos leva ao segundo ponto.
 - Ainda é cedo para saber o impacto final que as tarifas terão: no primeiro trimestre houve uma acumulação de inventários que permitiu adiar aumentos de preços, mas quando inventários se esgotarem e os importadores enfrentarem novos preços, o quadro será diferente. De facto, os dados de inflação de junho já mostraram como os preços em certas categorias de bens começaram a recuperar, o que reforça a postura de não baixar os juros. E, enquanto isso, valorizam que o mercado de trabalho esteja numa posição saudável (baixa taxa de desemprego e demissões) que lhes permita esperar.
 - E, por último, o risco de o aumento dos preços gerar efeitos de segunda ordem devido aos direitos aduaneiros não é negligenciável num contexto em que as expectativas de inflação a curto prazo permanecem elevadas e a longo prazo começam a mostrar uma tendência ascendente (embora contidas).
- Tendo em conta estes argumentos a favor ou contra o início de taxas mais baixas, antecipamos que a maioria do FOMC optará por continuar em pausa. A Fed já disse no passado que um corte ou aumento de juros, por si só, não tem um impacto significativo na economia, mas que o que é relevante é o acumular de aumentos ou cortes. Portanto, não esperamos que a Fed baixe os juros até ter certeza de que será capaz de continuar a fazê-lo nas reuniões seguintes e, para isso, precisa de mais clareza. Essa clareza virá provavelmente depois do verão, quando mais dados de inflação estiverem disponíveis e a trégua sobre tarifas recíprocas tiver expirado.
- Por fim, a Fed tem uma nova frente aberta. A Casa Branca tem apelado repetidamente à Fed para baixar as taxas, e Powell tem sido diretamente apontado pelo Presidente norte-americano, que por sua vez tem sido alvo de rumores sobre ter pensado em demiti-lo (apesar das complicações legais que tal decisão implica). Estamos convencidos de que Powell tentará reduzir o ruído durante a conferência de imprensa após a reunião do FOMC, reiterando que a Fed só está focada em fazer o seu trabalho independentemente do governo central.

Condições económicas e financeira

- **T2: um trimestre de menos para mais, e o T3 começa com o pé direito.**
 - O 2º trimestre começou com dados mistos, uma vez que parte do efeito de antecipação das tarifas começou a inverter-se, dificultando a leitura da dinâmica subjacente da atividade. No entanto, alguns dados relativos a junho mostraram uma economia mais resiliente do que se poderia esperar: tanto a produção industrial como as vendas a retalho recuperaram (+0,3% e +0,9%, respetivamente), depois de terem caído nos dois meses anteriores. A confiança também tem melhorado, com o índice de sentimento da Universidade de Michigan em junho, a alcançar 3 pontos acima dos níveis de março. E do lado dos negócios, o PMI composto esteve em território expansionista durante o 2º trimestre, com o valor de julho a atingir o seu nível mais alto do ano, sugerindo um bom início para o 3º trimestre. Os *nowcasts* da Fed apontam para um crescimento trimestral de 0,5% no 2.º trimestre, acima do 1.º trimestre, mas mais moderado do que o ritmo médio do ano passado.
 - Durante o 2º trimestre, a taxa de desemprego situou-se entre 4,1% e 4,2% e foram criados, em média, 150 000 novos postos de trabalho por mês (em comparação com 111 000 no 1.º trimestre). No entanto, em junho, a criação de emprego concentrou-se sobretudo no setor público, na saúde e na educação, enquanto a criação de emprego no setor privado esteve bastante estagnada durante o ano. Por outro lado, a taxa de demissões e contratações permanece no mínimo. Este conjunto de indicadores aponta para um mercado de trabalho próximo do equilíbrio.
- **Os preços de alguns bens, que são principalmente importados, começam a subir**
 - Em junho, a inflação acelerou ligeiramente, com a taxa global do IPC a subir para 2,7% em termos homólogos (2,4% em maio) e a inflação subjacente para 2,9% (depois de ter estado estagnada em 2,8% durante três meses consecutivos). E embora o aumento se deva a uma recuperação dos preços da energia, em resultado das tensões no Médio Oriente e dos serviços que estão relutantes em cair, os preços dos bens – onde seria de esperar ver o impacto direto das tarifas – aceleraram de +0,3% para +0,7% em termos homólogos. E embora o aumento não tenha sido generalizado em todas as categorias, concentrou-se em vestuário, brinquedos, móveis, eletrodomésticos e equipamentos desportivos, produtos tradicionalmente importados.
- **Os mercados financeiros estão confiantes de que o Fed reduzirá os juros após o verão:**
 - Os mercados de futuros mantiveram-se relativamente estáveis nas últimas semanas, antecipando que a Fed baixará as taxas duas vezes em 2025: em setembro (65% de probabilidade) e continuando em dezembro (68% de probabilidade). As taxas soberanas também permaneceram relativamente estáveis, com o *benchmark* de dois anos a ser negociado a cerca de 3,90% e o de referência a 10 anos a rondar os 4,40%. Por outro lado, o dólar não conseguiu ganhar tração, num ambiente de incerteza e com uma esperada deterioração orçamental, deixando o euro perto de 1,18/\$. Por sua vez, as bolsas continuaram a avançar, com o S&P 500 e o Nasdaq a tocarem novos máximos, otimistas quanto ao progresso das negociações comerciais entre os EUA e os seus parceiros.

Mensagens recentes da Fed

- Mensagens recentes de Powell e da maioria dos membros do FOMC coincidem em reforçar a expectativa de uma pausa em julho. Vários deles, incluindo Kugler e Williams, expressaram preocupação com a incerteza e os impactos das tarifas na inflação.
- O membro mais vocal do grupo acomodatório tem sido o governador Waller, que tornou pública a sua preferência por taxas mais baixas em julho. Ele acredita que as condições do ambiente atual exigem que as taxas se aproximem do nível neutral, observando que os riscos no mercado de trabalho são maiores do que os da inflação.

Perspetivas a médio prazo da Fed

- O mapa de risco para a Fed é desafiador. A incerteza do ambiente económico é elevada, bem como o alcance e impacto final que as novas políticas implementadas pela Administração Trump terão na

economia. A Fed necessitará de equilibrar os riscos de inflação com o enfraquecimento da confiança e a potencial turbulência nos mercados financeiros ao longo do caminho.

- Na reunião seguinte (16 e 17 de setembro), a Fed terá mais dois meses de dados de emprego e inflação, o que lhe permitirá entender melhor o impacto que as tarifas estão a ter na economia. Se uma nova recuperação nos preços for notada, podemos esperar uma nova pausa. Por outro lado, se o impacto permanecer limitado e/ou o mercado de trabalho começar a arrefecer, podemos esperar que comece a baixar as taxas.
- A nossa visão (um corte de juros no final de 2025) é um pouco mais cautelosa do que a dos mercados, que estão a descontar dois cortes de juros em 2025, entre setembro e dezembro. Mas tudo dependerá do desenrolar dos acordos comerciais e dos próximos dados de inflação e emprego.

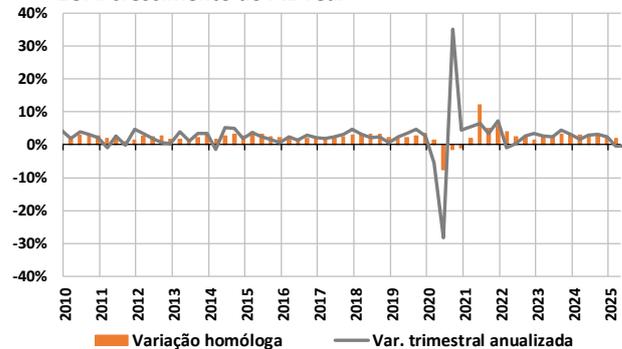
Indicadores de condições económicas

EUA: índices de sentimento empresarial



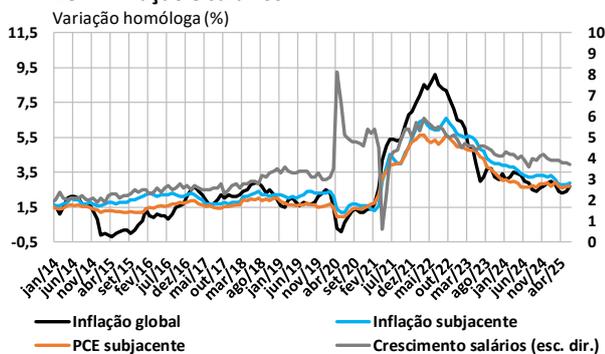
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: crescimento do PIB real



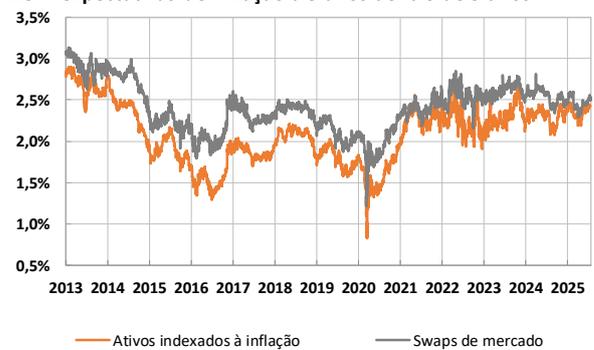
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: inflação e salários



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

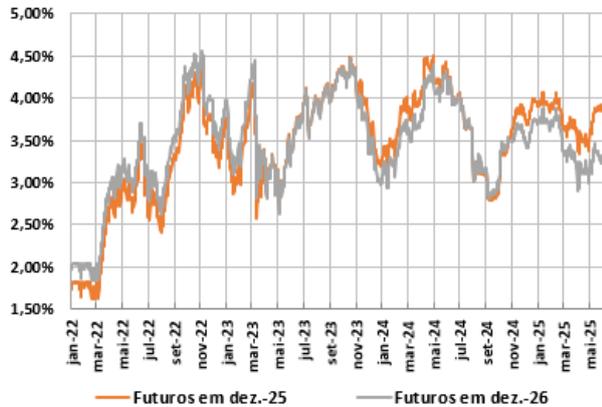
EUA: expectativas de inflação a 5 anos dentro de 5 anos



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

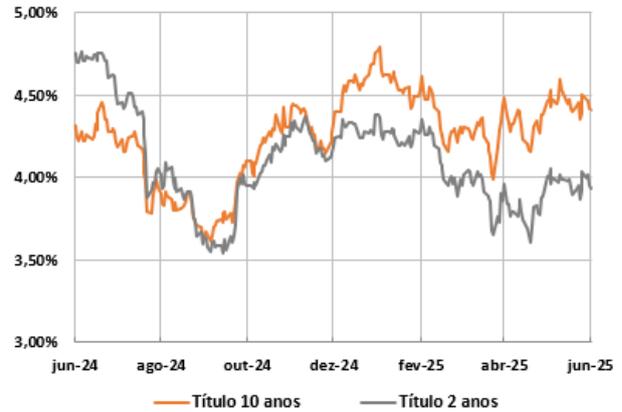
Indicadores de condições financeiras

Futuros da taxa de juro de referência (Fed funds)



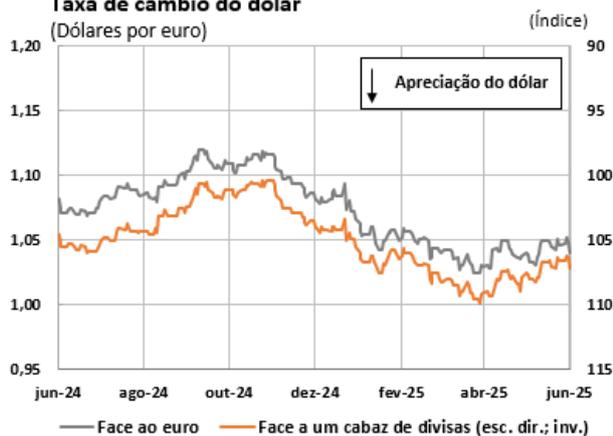
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

EUA: yields da dívida pública



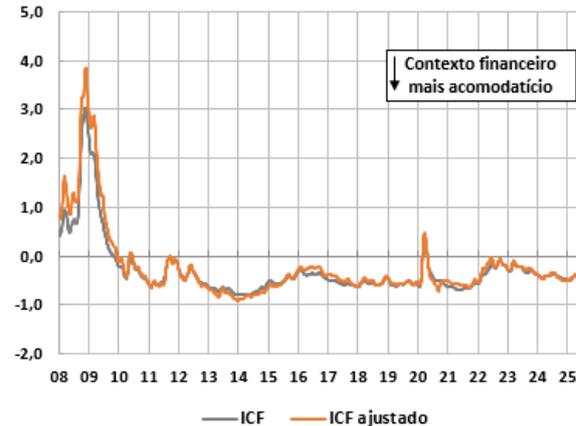
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxa de câmbio do dólar
(Dólares por euro)



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

EUA: Índice de Condições Financeiras da 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.