

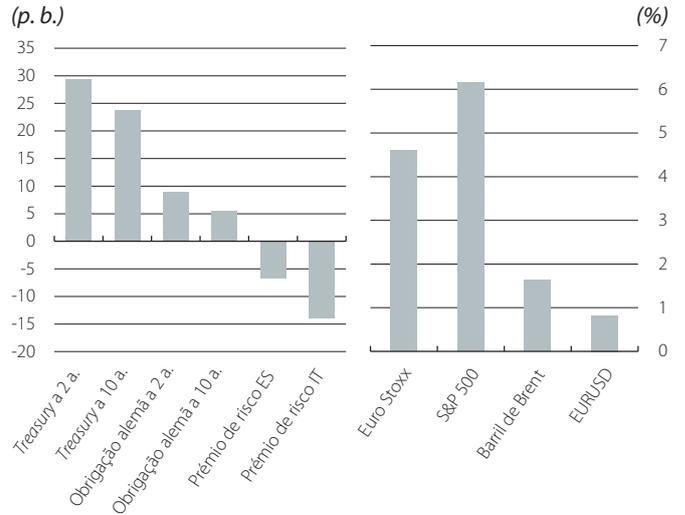
## A incerteza quanto à política económica continua a influenciar o sentimento dos investidores

**Mercados, entre o otimismo com a trégua comercial e as preocupações com a deterioração fiscal dos EUA.** A trégua nas tensões tarifárias entre Washington e Pequim acabou por alimentar uma nova apetência pelo risco em maio, apoiada por dados económicos que confirmaram a resiliência da atividade e o progresso da desinflação, tanto nos EUA como na Europa. No entanto, o otimismo foi progressivamente desvanecido, à medida que o mês avançava, pela deterioração fiscal esperada nos EUA e noutras economias desenvolvidas, bem como pela volatilidade persistente da política comercial de Trump. As taxas soberanas recuperaram neste contexto, enquanto os investidores em rendimento variável optaram por ver o copo meio cheio, o que beneficiou sobretudo os setores cíclicos e fez com que os índices americanos eliminassem as perdas acumuladas no ano. No que respeita às moedas, o dólar voltou a mostrar grande sensibilidade, enquanto no mercado das matérias-primas, nomeadamente o ouro, que tinha acumulado um grande ganho no ano, não conseguiu capitalizar a incerteza fiscal.

**Os bancos centrais mantêm-se cautelosos.** A Fed optou por manter as taxas de juro inalteradas em maio, aguardando para avaliar o impacto das tarifas nos preços e na atividade, embora o presidente Powell tenha manifestado preocupação com o aumento dos riscos de estagflação decorrentes das tensões comerciais. Os dados de abril corroboram esta abordagem: várias medidas da inflação e dos preços no produtor abrandaram, uma vez que as vendas a retalho caíram e as despesas de consumo diminuíram, embora a confiança dos consumidores tenha recuperado fortemente em maio, na sequência da trégua comercial. A resiliência da economia norte-americana levou os investidores a descontar dois cortes nas taxas da Fed este ano em maio, contra quatro no final de abril. No caso do BCE, as oscilações foram menores: os investidores assumiram mais dois cortes nas taxas em 2025, e a probabilidade de um terceiro fluuiu em função das expectativas de inflação. Quanto a estas últimas, o mercado está a prever uma queda desde o *Liberation Day* (e espera que a inflação desça para 1,5% em três anos), enquanto os consumidores da Zona Euro esperam uma recuperação (3,1% em três anos) em abril, em ambos os casos influenciados pelas tarifas dos EUA.

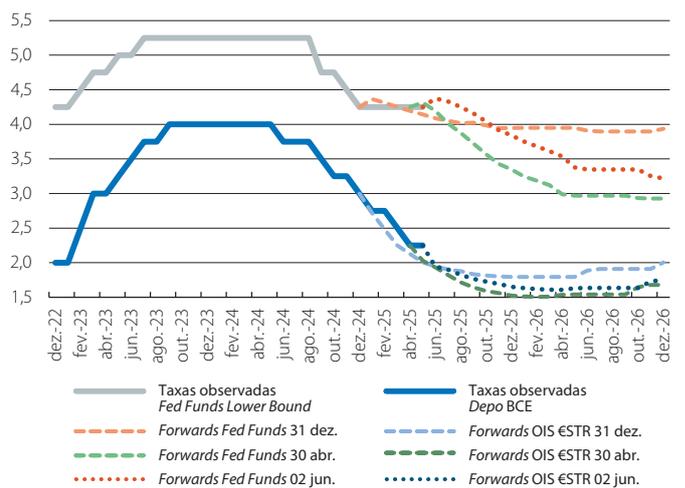
**As preocupações com a sustentabilidade orçamental fizeram subir as taxas soberanas.** O progresso parlamentar da reforma fiscal de Trump e a descida da notação de crédito dos EUA pela Moody's (a última agência a retirar a sua notação de triplo A) catalisaram uma subida significativa das taxas no mês, apesar de a reforma ter sido diluída durante a sua passagem pelo Congresso. Contudo, o aumento das rentabilidades dos *treasuries* concentrou-se na parte curta do espetro, devido às expectativas de subida das taxas da Fed. Também noutras mercados, as tensões orçamentais fizeram-se sentir: no Japão, principalmente em índices de referência de mais longo prazo, no contexto de uma redução gradual do balanço do banco central. Também no caso do Reino Unido, a limitada margem de manobra orçamental do Governo exerceu uma pressão ascendente sobre as taxas a mais longo prazo. A recuperação na Zona Euro foi mais moderada: a curva manteve-se plana e os diferenciais periféricos estreitaram-se, num movimento de normalização, na sequência da procura de refúgio em abril e de uma melhoria da apetência pelo risco.

## Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



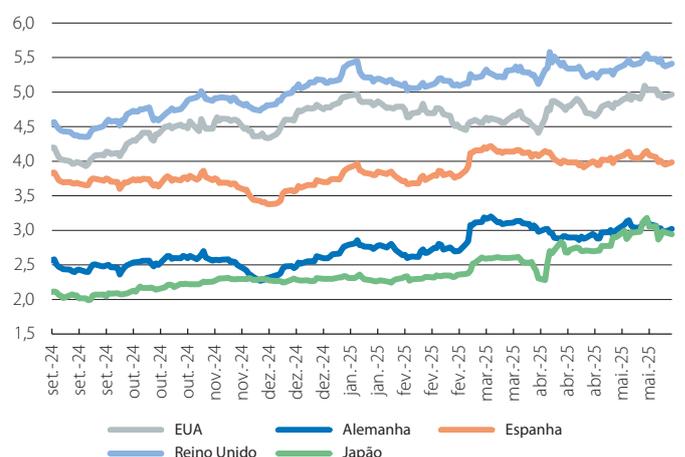
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

## Expetativas do mercado para as taxas de intervenção



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

## Evolução das taxas de juro soberanas a 30 anos



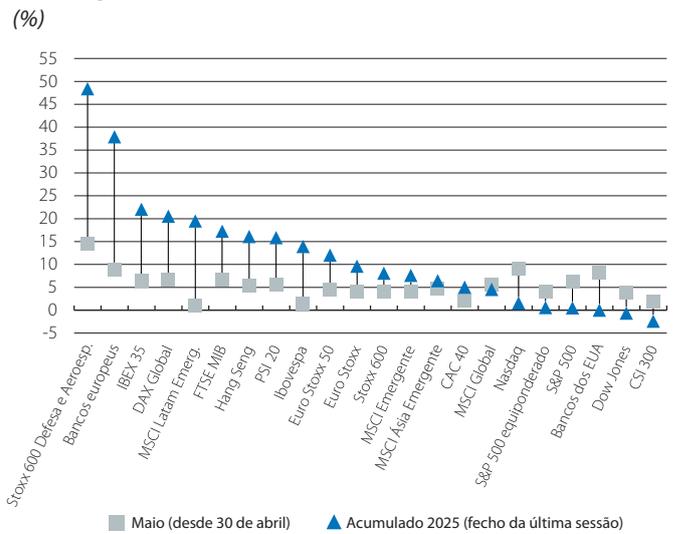
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

**O mercado cambial traduziu a tensão entre os fatores comerciais e fiscais.** O dólar apresentou duas tendências claras: a força no início do mês devido ao otimismo comercial e à resiliência do mercado de trabalho dos EUA em abril foi seguida de fraqueza após a descida da notação de crédito da Moody's, a aprovação da reforma fiscal e a turbulência no final do mês nas negociações comerciais entre os EUA e a China. O resultado líquido em relação ao euro foi um mês praticamente estável, deixando uma apreciação acumulada para o ano de cerca de 10%. Mas o principal beneficiário da trégua comercial acabou por ser o won sul-coreano, que também beneficiou da renovada estabilidade política do país. A libra esterlina, entretanto, desvalorizou-se ligeiramente com dados económicos mistos do Reino Unido e dúvidas sobre os planos orçamentais do Governo. Relativamente às moedas emergentes, as moedas latino-americanas apresentaram desempenhos mistos, dependendo dos seus fundamentos e da sua exposição ao comércio mundial, com o peso mexicano a valorizar-se na sequência da trégua comercial entre a China e os EUA.

**O rendimento variável, o principal beneficiário da trégua comercial entre a China e os EUA.** O aumento da apetência pelo risco e a resiliência da economia beneficiaram os setores tipicamente cíclicos (tecnologia ou bens industriais), que lideraram os ganhos nos EUA e na Europa, enquanto os setores mais defensivos, como os cuidados de saúde e os bens de consumo básicos, ficaram para trás. Os índices norte-americanos de empresas de grande capitalização recuperaram as perdas acumuladas no ano, encontrando-se já em território positivo. Na Europa, os mercados alemão, italiano e espanhol destacaram-se pelo seu dinamismo, em comparação com avanços mais moderados em mercados com um maior número de empresas consideradas defensivas, como o mercado francês. Os mercados emergentes participaram de forma seletiva no rali: o México e o Brasil destacaram-se positivamente, apoiados pela sua dinâmica interna favorável. Quanto aos índices chineses, o CSI 300 apresentou ganhos mais suaves, apesar do estímulo monetário implementado, refletindo algum ceticismo dos investidores quanto à sua durabilidade e impacto no crescimento chinês, enquanto o Hang Seng registou ganhos mais fortes, impulsionados pelo setor tecnológico. Os restantes índices asiáticos (japonês, sul-coreano e indonésio) beneficiaram mais da trégua comercial entre os EUA e a China.

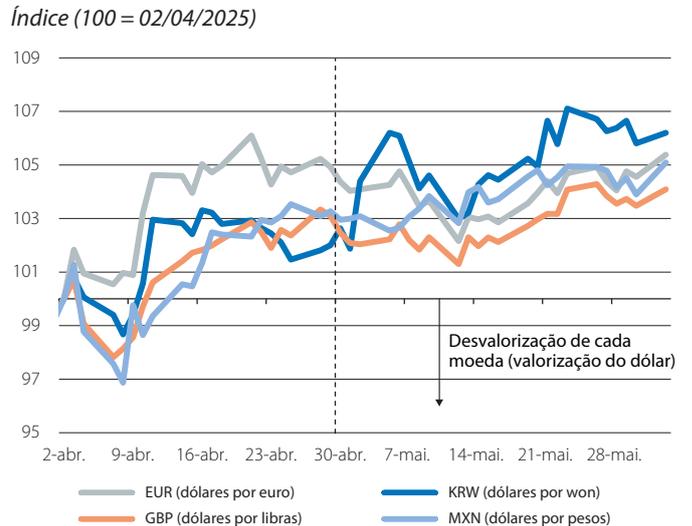
**Comportamento misto das matérias-primas.** A referência europeia do gás natural registou um dos maiores ganhos mensais devido a uma confluência de: as medidas da Comissão Europeia para eliminar o fluxo de gás russo para a UE, a redução do fornecimento da Noruega devido à manutenção e a falhas em infraestruturas-chave e os níveis ainda baixos de armazenamento. A dinâmica do petróleo foi mais complexa, com ganhos modestos, com os investidores a tentarem equilibrar o maior otimismo em relação à procura global; com sinais de que a OPEP+ estava a considerar novos aumentos de produção em julho (finalmente aprovados, e para além dos mais de 400.000 barris já planeados em junho); e com algum otimismo em relação às negociações entre os EUA e o Irão sobre o programa nuclear iraniano. Dentre os metais industriais, o cobre beneficiou do otimismo em relação à atividade industrial global. Quanto aos metais preciosos, o ouro manteve-se estável, devido a uma menor procura de moeda de refúgio e a preocupações orçamentais, enquanto a platina registou uma subida acentuada, impulsionada pela procura chinesa face aos elevados preços do ouro e aos sinais de esgotamento dos depósitos existentes.

**Desempenho de índices bolsistas**



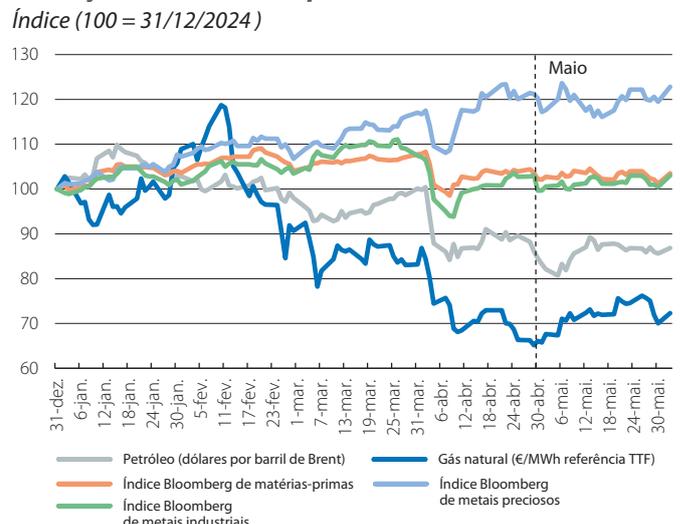
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

**Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar**



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

**Evolução das matérias-primas**



Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

## O que é que significa se a Fed abrandar a redução do seu balanço?

A Reserva Federal (Fed) anunciou, em março de 2025, um abrandamento do ritmo de redução do balanço a partir de abril. A decisão responde tanto à proximidade das reservas do nível considerado adequado como à necessidade de evitar tensões de liquidez nos mercados financeiros. No presente artigo, avaliamos o impacto desta decisão e atualizamos as nossas projeções para o balanço da Fed em comparação com as estimativas feitas no final do ano passado.<sup>1</sup>

### Como é que o QT está a ser implementado?

No decurso dos anos de política monetária expansionista (2019-2022), a Fed iniciou um programa de compra de ativos para injetar liquidez e estimular a economia, que resultou numa acumulação de ativos sem precedentes, atingindo 35% do PIB dos EUA em meados de 2022. Posteriormente, a crise inflacionista exigiu uma política monetária restritiva, que incluiu a redução do balanço do banco central para retirar liquidez do sistema financeiro. Conhecido como «quantitative tightening» (QT), ou contração quantitativa, este programa foi implementado com uma estratégia passiva que consiste em não renovar a carteira de obrigações do Tesouro e de títulos garantidos por hipotecas (MBS) na data de vencimento.<sup>2</sup> Na sequência do seu lançamento em junho de 2022, o programa de QT foi implementado em diferentes fases, com variações na intensidade do ritmo de redução do balanço. No início, o processo foi acelerado, mas a partir de meados de 2024 começou a moderar-se progressivamente. Desde abril de 2025, a Reserva Federal reduziu ainda mais o ritmo, limitando os resgates mensais de *treasuries* a 5.000 milhões de

dólares, mantendo o limite máximo de MBS em 35.000 milhões de dólares, o que reduziu o balanço para 28% do PIB. Caso se tivesse mantido o ritmo de redução anunciado em junho do ano passado, as nossas estimativas sugerem que, até ao final de 2025, a Reserva Federal poderia ter reduzido o balanço para cerca de 25% do PIB. Ora, à velocidade em vigor a partir de abril, o balanço atingiria um nível semelhante, mas ligeiramente superior, próximo de 26% do PIB, e para atingir os níveis anteriormente estimados, seriam necessários pelo menos mais seis meses.

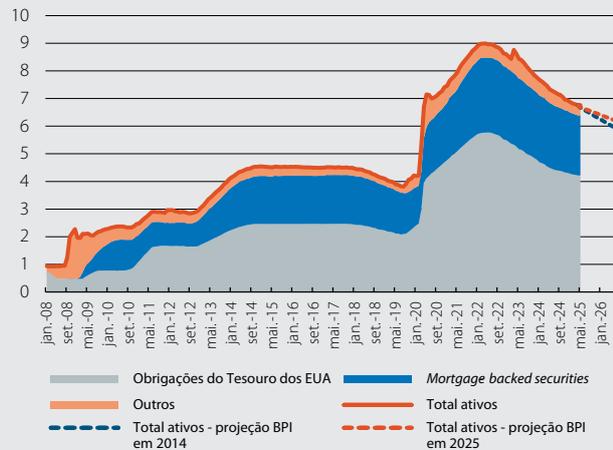
### Por quanto tempo é que o processo pode durar?

Até à data, os mercados absorveram o QT e a alteração da sua intensidade sem disfunções nem perturbações. Contudo, o principal risco é que a Fed retire mais liquidez do que o desejado, o que poderia levar a episódios de stress financeiro. A Fed tem por objetivo reduzir o balanço para um nível de reservas «amplo», ou seja, não tão abundante como no passado, mas suficiente para assegurar que o sistema financeiro opere sem restrições de liquidez e que a taxa efetiva dos fundos federais (EFFR) não seja excessivamente sensível às variações diárias do nível de reservas. É difícil estimar com exatidão este nível de equilíbrio, que é identificado mais pelos seus efeitos do que por uma medida específica, pelo que a Fed utiliza vários indicadores para avaliar a adequação do volume de liquidez.

Um dos indicadores é a elasticidade da taxa de juro efetiva em relação às reservas, ou seja, a variação da taxa de juro em resposta a alterações no montante das reservas. Sempre que a elasticidade é elevada (o que, para uma curva de

### Fed: ativos no seu balanço

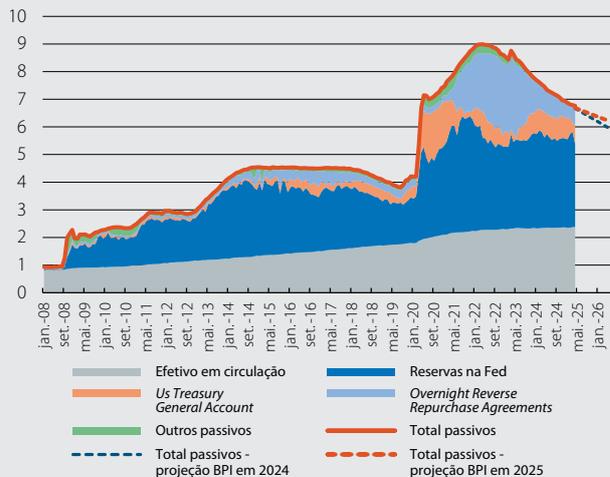
(Biliões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Fed e previsões próprias.

### Fed: passivos no seu balanço

(Biliões de dólares)



1. Ver Focus «Balanços: a normalização não tão visível da política monetária» no IM11/2024.  
 2. Ao adquirir ativos financeiros, a Fed paga através da criação de novas reservas que são depositadas nas contas dos vendedores na Fed, aumentando assim a liquidez do sistema. No seu balanço, estes ativos são refletidos como ativos para a Fed e as reservas criadas como passivos. Quando o Fed vende ou deixa vencer esses ativos, não recebe um investimento em efetivo, mas diminui o saldo das reservas, reduzindo a liquidez.

procura, implica que entra em território mais negativo), pequenas alterações nas reservas têm um efeito maior sobre a EFFR, tornando mais difícil para a Reserva Federal controlar as taxas e, assim, implementar a sua política monetária. Inversamente, se a elasticidade for próxima de zero, a EFFR praticamente não se altera, mesmo com grandes variações nos stocks. Encontramo-nos atualmente neste último caso (ver segundo gráfico), com reservas abundantes e necessidades de liquidez cobertas. Em condições ideais, o QT terminaria quando a elasticidade passasse de quase zero para ligeiramente negativa. Todavia, é difícil identificar esse ponto, uma vez que, ao longo do tempo, se verificam alterações na procura e na oferta de reservas que estão fora do controlo da Reserva Federal.

Uma segunda medida é o montante de reservas que as instituições financeiras não bancárias mantêm através de operações de financiamento *overnight*, designadas por «ONRRP».<sup>3</sup> No início do novo ciclo de subida das taxas, a Fed utilizou as ONRRP para encorajar as entidades a depositarem o seu excesso de liquidez, em vez de o oferecerem no mercado, o que exerceu uma pressão descendente sobre o EFFR e tornou mais difícil a implementação da política monetária. Proporcionando uma taxa de juro atrativa às ONRRP, a Fed conseguiu que estas estabilizassem a sua liquidez, fazendo dessa taxa um limite inferior para a EFFR. Conforme mostra o primeiro gráfico, esta foi a maior rubrica do passivo reduzida desde o início do QT, caindo de 2,5 biliões de dólares em junho de 2022 para 632.000 milhões de dólares, aproximando-se dos níveis pré-pandémicos.<sup>4</sup> No caso de as entidades não bancárias não terem excesso de liquidez, a ONRRP cairá para zero e o QT drenará as reservas diretamente dos bancos, o que poderá começar a fazer com que a elasticidade das reservas passe de zero para território negativo.

Com base nestes indicadores, a Fed sugeriu que as reservas totais de 10%-11% do PIB<sup>5</sup> seriam um bom ponto de partida, estando atualmente perto dos 13%. Pressupondo que a Fed mantém o atual ritmo de redução, as reservas atingiriam 10%-11% no 2T 2026, pelo que, na ausência de fricções de liquidez, a Fed tem luz verde para continuar a redução do balanço durante o próximo ano.

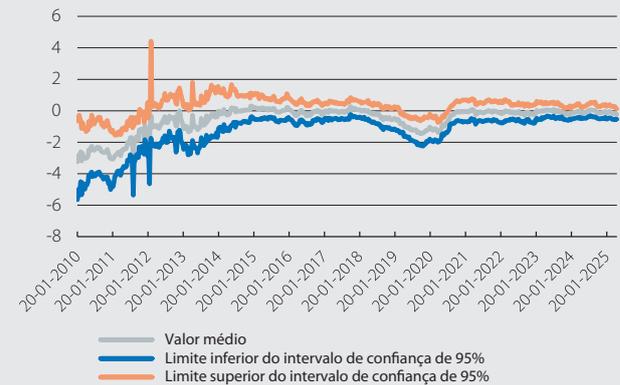
3. As *Overnight Reverse Repurchase Agreements* (ONRRP) são operações overnight em que a Fed pede dinheiro emprestado, dando títulos como garantia, a fim de reduzir a liquidez no sistema financeiro.

4. As outras contas do passivo mantiveram-se relativamente estáveis: as reservas bancárias que os bancos mantêm em depósitos na Reserva Federal diminuíram de 3,1 biliões de dólares para 3 biliões, enquanto os dólares em circulação (notas e moedas) aumentaram ligeiramente, de 2,3 biliões para 2,4 biliões; e a conta do Tesouro dos EUA na Reserva Federal (TGA, em inglês) reduziu-se de 800 para 700 biliões.

5. Waller, Christopher. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

## Elasticidade da procura de reservas

(p. b.)



**Nota:** Estimativas diárias em tempo real da inclinação da curva de procura de reserva utilizando a metodologia descrita por Afonso, Giannone, La Spada e Williams (2022, revista em 2024).

A elasticidade indica em quantos p.b. o diferencial entre a taxa EFFR e a taxa IORB se deslocaria em resposta a um aumento das reservas equivalente a 1% do total dos ativos dos bancos.

**Fonte:** BPI Research, com base na Fed de Nova Iorque.

## Porque é que a Fed está a moderar o ritmo do QT?

À medida que a Fed se aproxima do nível de chegada desejável, mas, como vimos, sem uma medida exata de quando parar o QT, prefere ir mais devagar para não sujeitar o sistema financeiro a um episódio de stress de liquidez. O Presidente da Fed, Powell, descreveu-o como «um avião que, perto da aterragem, abranda para chegar corretamente à pista». Esta prudência é ainda mais relevante no contexto atual.

Os mercados de dívida soberana nos EUA têm estado altamente voláteis devido à incerteza em torno da política económica da administração Trump. A implementação errática da imposição de tarifas significou que as rentabilidades soberanas registaram muita volatilidade. E as dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal, com um défice próximo de 7% do PIB e sem qualquer correção material à vista, colocaram uma pressão adicional sobre as taxas soberanas, que já teve o seu primeiro impacto com um fraco leilão a 20 anos em meados de maio. A retirada abrupta da Fed como grande compradora de *treasuries* representa um risco adicional para a estabilidade financeira que, embora não seja explicitamente reconhecido pela Fed, esta querará sem dúvida evitar.

**Taxas de juro (%)**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,40	2,40	0	-75,0	-210,0
Euribor 3 meses	2,00	2,16	-16	-71,9	-175,7
Euribor 12 meses	2,09	2,05	4	-37,0	-160,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,77	1,75	2	-47,1	-158,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,78	1,69	9	-30,6	-120,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,50	2,44	6	13,3	-1,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,09	3,11	-2	3,1	-15,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,98	3,00	-3	12,7	-13,6
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,32	4,27	6	1,9	-101,4
Dívida pública a 1 ano	4,10	3,85	25	-4,4	-99,4
Dívida pública a 2 anos	3,90	3,60	29	-34,4	-82,5
Dívida pública a 10 anos	4,40	4,16	24	-16,9	12,5

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	68	-11	0,1	5,8
Itraxx Financeiro Sénior	62	73	-11	-2,0	3,2
Itraxx Financeiro Subordinado	107	129	-21	-5,0	2,5

**Taxas de câmbio**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,135	1,133	0,2	9,6	4,4
EUR/JPY (ienes por euro)	163,460	162,010	0,9	0,4	-3,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,843	0,850	-0,8	1,9	-0,8
USD/JPY (ienes por dólar)	144,020	143,070	0,7	-8,4	-7,7

**Matérias-primas**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	555,0	547,6	1,4	3,5	2,0
Brent (\$/barril)	63,9	63,1	1,2	-14,4	-18,5
Ouro (\$/onça)	3.289,3	3.288,7	0,0	25,3	39,7

**Mercado acionista**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.911,7	5.569,1	6,2	0,5	10,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.366,6	5.160,2	4,0	9,6	6,6
Ibex 35 (Espanha)	14.152,2	13.287,8	6,5	22,1	24,7
PSI 20 (Portugal)	7.388,5	6.992,3	5,7	15,9	8,2
Nikkei 225 (Japão)	37.965,1	36.045,4	5,3	-4,8	-1,4
MSCI emergentes	1.157,3	1.112,8	4,0	7,6	8,9