

- Sinais de uma actividade económica robusta e de persistência da inflação levaram diversos responsáveis do Fed (incluindo o *Chair Powell*) a “adiarem” a expectativa de descida dos juros de referência nos EUA.
- O que poderia, ainda assim, levar o Fed a cortar juros este ano? Um maior foco na inflação nos bens *core* (actualmente negativa) ou na evolução dos preços excluindo componentes imputadas (mais baixa que a oficial)...
- ...bem como nos riscos para o consumo privado e para o sector do imobiliário comercial.

O que levaria um Fed mais *hawkish* a cortar juros este ano?

Fed afasta cenário de redução dos juros de referência no curto prazo...

Um crescimento mais forte que o esperado das vendas a retalho nos EUA em Março veio juntar-se à recente divulgação de uma forte criação de emprego, da descida da taxa de desemprego e do aumento da inflação, na sinalização de uma economia americana relativamente robusta, que não necessitaria, neste momento, de estímulos monetários. Nesse sentido foram feitas diversas declarações de responsáveis do Fed, reafirmando a ideia de que não há pressa, nem necessidade, de se reduzirem tão cedo os juros de referência. O Chair Powell afirmou que “provavelmente irá demorar mais tempo” até que o Fed tenha a confiança necessária na descida da inflação, de forma a iniciar um novo ciclo de cortes dos juros. O Presidente do Fed de Nova York, John Williams, afirmou mesmo que, embora não sendo expectável, uma subida dos juros não poderia ser posta de parte, no caso de os indicadores económicos assim o justificarem. As *yields* dos Treasuries reagiram em alta no final da semana passada, com os 2Y a aproximarem-se dos 5% já esta 2ª feira.

...dados os sinais de robustez da actividade económica e de persistência da inflação.

O que justifica a resiliência da economia americana? Em primeiro lugar, o facto de empresas e famílias terem aproveitado o período de juros baixos para refinarçar a sua dívida e fixar as prestações do crédito em níveis baixos. A economia ficou assim mais imune às subidas de juros. Os estímulos orçamentais passados e a utilização das poupanças acumuladas na pandemia também devem ser tidos em conta, ao terem suportado o consumo. E, *last but not least*, o mercado de trabalho tem-se mantido dinâmico, devendo destacar-se a recente expansão da oferta de trabalho, em parte ligada à recuperação dos fluxos de imigração na economia americana, que contribui para a expansão do emprego e do consumo privado.

O que poderia levar o Fed, ainda assim, a descer os juros de referência este ano?

O que poderia levar o Fed, ainda assim, a reduzir os juros (ou, pelo menos, a não os subir)? Em primeiro lugar, o facto de a inflação nos bens *core* ser negativa há já 3 meses (-0.7% YoY em Março). A recente persistência da inflação está ligada aos serviços – em parte devido à robustez do consumo mas também, em grande medida, devido à componente do alojamento. Ora, perto de 27% do IPC nos EUA depende da componente do *Owners' Equivalent Rent*, que reflecte uma “renda” imputada às famílias proprietárias das casas onde vivem. Trata-se de um custo “virtual”, que não é de facto suportado, mas que apresenta neste momento uma inflação de 5.9% YoY. Uma medida de inflação com uma metodologia harmonizada internacionalmente aponta para uma inflação de 2.4% YoY nos EUA, bem abaixo dos 3.5% oficiais e em linha com a Zona Euro. Isto é, uma inflação mais determinada pelo mercado parece menos persistente. Outros factores (mais relevantes) que o Fed poderá ter em conta incluem sinais iniciais de maior cautela e moderação no consumo, expressos num maior pessimismo das pequenas empresas e no aumento do incumprimento nos cartões de crédito; e as preocupações com o imobiliário comercial, tendo em conta o aumento de falências no sector e as elevadas necessidades de refinanciamento previstas para 2024-25 (a taxas de juro bem mais elevadas).



A Última Semana

- Nos EUA, as vendas a retalho subiram mais que esperado em Mar (0.7% MoM e 4% YoY), reforçando os sinais de robustez da actividade económica.
- O Chair Powell e outros responsáveis do Fed sinalizaram a manutenção das taxas diretoras aos níveis actuais por mais tempo. Mercado já não assume a 100% nenhum corte em 2024.
- Vários responsáveis do BCE reforçaram a expectativa de um 1º corte dos juros em Junho.
- Inflação do Reino Unido recuou menos que o esperado, para 3.2% YoY, ou 4.2% a nível *core*.
- Expectativa de juros (mais) altos por mais tempo nos EUA penalizou acções. Aversão ao risco também alimentada por riscos geopolíticos (Irão-Israel).
- PIB da China cresceu 1.6% QoQ e 5.3% YoY no 1Q'24, em ligeira aceleração e acima do esperado.



Esta semana

- PIB dos EUA terá crescido 2.4% QoQ anualizado no 1Q'24 (3.4% no 4Q'23). Esperam-se novos sinais de resiliência do consumo e da inflação em Mar (*PCE deflator*).
- PMIs e IFO deverão sugerir ligeira melhoria da actividade na Zona Euro em Abr'24.
- BoJ deve manter política monetária inalterada.
- *Earnings* das Big Tech em foco.

ECONOMIA GLOBAL

Sinais positivos na economia global (mas com preocupações subjacentes).

- **EUA** As vendas a retalho cresceram 0.7% MoM e 4% YoY em Mar'24, acima do esperado e, no 2º caso, em aceleração face aos 2.1% YoY registados em Fev. O *Beige Book* do Fed descreveu uma economia em expansão moderada.
- **ZONA EURO** O índice ZEW de expectativas para a economia alemã revelou uma nova melhoria em Abril, com a antecipação de uma recuperação da actividade global e a depreciação do euro face ao dólar.
- **CHINA** O PIB acelerou no 1º trimestre, ao crescer 1.6% QoQ e 5.3% YoY, superando de forma clara as expectativas, com o contributo da indústria. Os indicadores para Março sugerem, no entanto, alguma perda de *momentum*.

EUA: Emprego, inflação e retalho sugerem actividade ainda robusta,

Os indicadores mais recentes têm vindo a reforçar a percepção de uma economia americana relativamente robusta, com uma inflação persistente e sem necessidade de estímulos monetários por via de descidas de taxas de juro. Depois dos registos fortes do emprego e da inflação, ficou na última semana a saber-se que, em Março, as vendas a retalho cresceram 0.7% MoM e 4% YoY, acima do esperado e, no segundo caso, em aceleração face aos 2.1% YoY registados em Fev'24. Esta semana, deverá ser conhecida uma desaceleração do PIB no 1Q'24, de 3.4% para 2.4% (trimestral anualizado). Serão também divulgados o rendimento e despesas pessoais de Março, bem como o deflator do consumo pessoal, esperando-se que descrevam um consumo privado ainda resiliente. De notar, contudo, que o *Beige Book* do Fed (um relato qualitativo da conjuntura económica) descreveu uma economia em expansão muito moderada e com alguns sinais de fragilidade do consumo.

Zona Euro: Expectativas para a economia alemã voltam a melhorar.

O índice ZEW de expectativas para a economia alemã revelou uma nova melhoria em Abril, ao subir de 31.7 para 41.9 pontos, significativamente mais que o esperado. A antecipação de uma recuperação da actividade global e a depreciação do euro face ao dólar contribuem para a melhoria do *outlook* para as exportações, ao mesmo tempo que a perspectiva de descida dos juros de referência suporta também o maior optimismo em torno da economia alemã. Note-se, no entanto, que a indústria alemã permanece ainda em contracção. Esta semana, merecerá destaque a divulgação dos índices PMI referentes ao desempenho da actividade no mês de Abril (terça-feira). É esperada uma aceleração ligeira nos serviços e uma contracção menos acentuada na indústria, propiciando uma subida ligeira do índice composto, consistente com uma expansão marginal do PIB no 2º trimestre.

China: Crescimento no 1º trimestre supera expectativas.

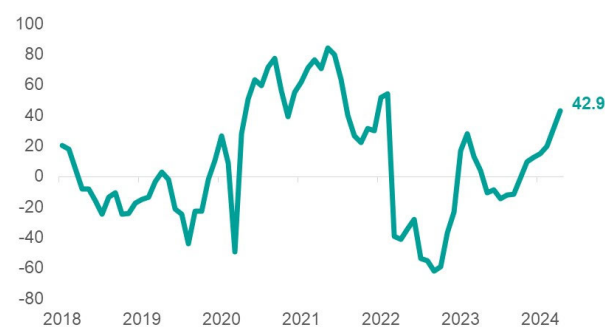
A economia chinesa cresceu 1.6% no 1º trimestre, acelerando assim face ao registo de 1% do último trimestre de 2023. Em termos homólogos, observou-se também uma aceleração, de 5.2% para 5.3%. O desempenho superou de forma clara as expectativas, com a produção industrial e o investimento em infraestruturas liderando o crescimento. O consumo privado e o investimento em habitação tiveram, por seu turno, um contributo desfavorável para o crescimento. O mercado imobiliário continua a ser motivo de preocupação para o FMI, que na passada semana alertou para o risco de o ajustamento no sector poder prejudicar o crescimento. Os indicadores referentes a Março ilustram um abrandamento da produção industrial e das vendas a retalho, sugerindo alguma perda de *momentum* e alimentando a expectativa de que serão necessários mais estímulos à actividade.

Vendas a retalho (% YoY)



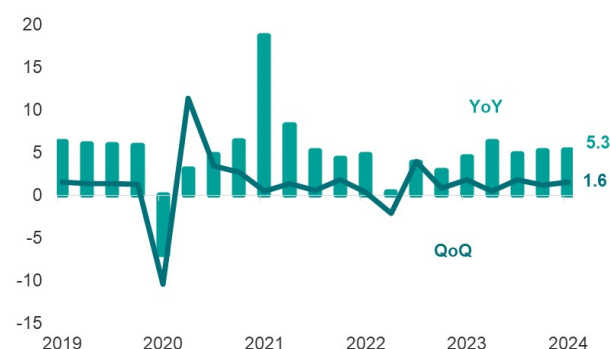
Fonte: Bloomberg.

Índice ZEW de expectativas para a economia alemã (pontos)



Fonte: Bloomberg.

Crescimento do PIB (% QoQ e YoY)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA

Turismo e fundos da UE suportam aumento do excedente externo.

- No período Jan-Fev'24, a economia apresentou um excedente das contas externas de EUR 1572 mn, vs. excedente de EUR 418 mn e défice de EUR 743 mn no mesmo período em 2023 e 2022. Turismo e fundos da UE com papel relevante.
- A taxa de juro implícita no crédito à habitação recuou pelo 2º mês consecutivo em Mar'24, de 4.641% para 4.613%, depois de ter atingido, em Jan'24, um máximo desde Mar'09 (4.657%). A prestação média mensal estabilizou em EUR 403.

Excedente das contas externas sobe para EUR 1572 milhões até Fev'24.

No período Jan-Fev'24, a economia portuguesa apresentou um excedente das contas externas de EUR 1572 milhões, o que compara com um registo positivo de EUR 418 milhões no mesmo período de 2023 e com um défice de EUR 743 milhões nos dois primeiros meses de 2022. O excedente corresponde ao saldo conjunto das balanças corrente e de capital e traduz um aumento da capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa. Para esta evolução contribuíram (i) a redução do défice da balança de bens, decorrente do aumento das exportações e diminuição das importações; (ii) o aumento do excedente da balança de serviços, sobretudo em resultado do comportamento da rubrica “viagens e turismo”; (iii) a diminuição do défice da balança de rendimento primário e o aumento do excedente da balança de rendimento secundário; e (iv) o aumento do excedente da balança de capital, beneficiando do aumento dos fundos da UE destinados ao investimento.

Prestações do crédito à habitação estabilizam.

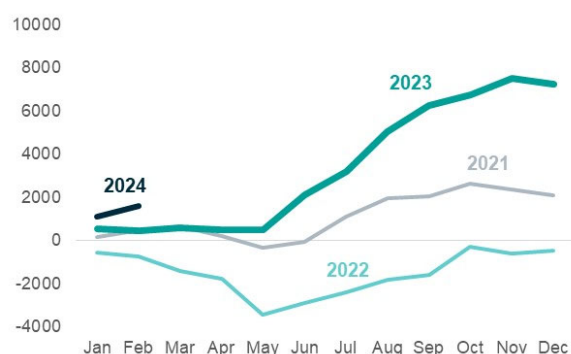
A taxa de juro implícita no crédito à habitação recuou pelo segundo mês consecutivo em Mar'24, de 4.641% para 4.613%, depois de ter atingido, em Jan'24, um máximo desde Mar'09 (4.657%). A prestação média mensal estabilizou em EUR 403 (EUR 418 considerando o regime geral), depois de um máximo de EUR 404 em Jan (EUR 418 no regime geral). Este valor representa um aumento de 21.7% YoY (23.6% YoY no regime geral). Nos contratos celebrados nos últimos três meses, a taxa de juro implícita desceu pelo quinto mês consecutivo, de 4.197% para 4%, levando a prestação média mensal a recuar de EUR 628 para EUR 619.

Principais Indicadores Económicos

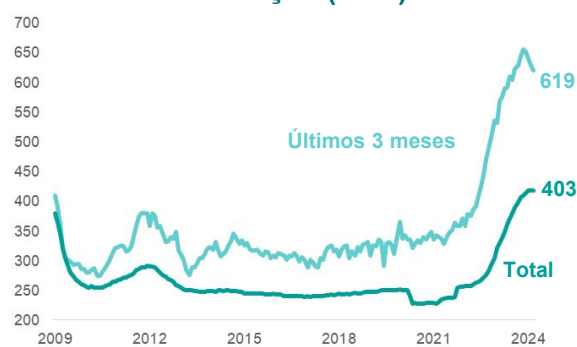
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023 ^E	2024 ^P	2025 ^P
PIB	6.8	2.3	2.0	2.0
Consumo Privado	5.6	1.6	2.2	1.3
Consumo Público	1.4	1.2	1.3	1.3
Investimento	3.0	2.4	3.6	5.1
Exportações	17.4	4.2	3.3	3.9
Importações	11.1	2.2	4.1	4.0
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.3	2.0
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.2	0.3
Dívida Pública (% PIB)	112.4	99.1	94.5	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.0	6.5	6.6	6.6
Saldo Externo (% PIB)	-0.4	2.6	3.3	3.5

E: Estimativa; P: Previsão. Fontes: INE, Banco de Portugal e novobanco.

Saldo conjunto e acumulado das balanças corrente e de capital (EUR milhões)



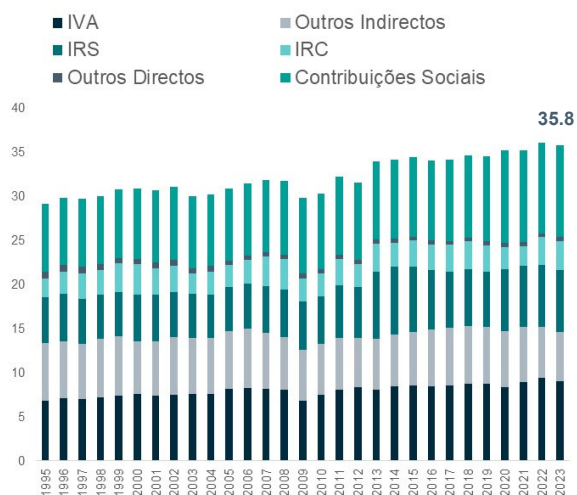
Prestação média mensal no crédito à habitação (EUR)



Fonte: INE.

Zoom

Carga fiscal, Impostos e Contribuições Sociais (% PIB)



Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios



Yields prosseguem movimento de subida.

- Vários responsáveis do Fed, incluindo Jerome Powell, consolidaram a expectativa de que os juros de referência nos EUA começarão a descer mais tarde que o esperado anteriormente. As *yields* da dívida pública americana voltaram a subir.
- O dólar prosseguiu o movimento de apreciação em termos efectivos, permanecendo o euro em torno de EUR/USD 1.065 e o iene ao nível mais enfraquecido desde 1990, muito perto do patamar de USD/JPY 155.

Taxas de Juro

Mercado antecipa juros altos por mais tempo nos EUA.

A semana ficou marcada por uma desvalorização da dívida pública norte-americana e europeia, a que corresponde uma subida de taxas em todas as maturidades. Nos EUA, um conjunto de comentários de responsáveis do Fed – incluindo do Chair Jerome Powell – veio dar mais força ao cenário de taxas altas nos EUA por um período mais longo, e à possibilidade de não haver mesmo qualquer corte dos juros em 2024. John Williams, do Fed de Nova Iorque, chegou mesmo a afirmar que, mesmo que tal não constitua o seu cenário-base, uma subida dos juros de referência não pode ser excluída, se necessária. Neste momento, o mercado antecipa apenas uma descida de 25 bps da taxa *fed funds* na totalidade, a ocorrer até Novembro, atribuindo uma probabilidade de 55% a uma 2ª descida em Dezembro. As *yields* dos Treasuries a 2 e 10 anos situavam-se, respectivamente, em 4.97% e 4.64% no início desta semana. Na Zona Euro, a subida de *yields* da dívida pública foi até superior à observada nos EUA, embora as perspectivas para a actuação do BCE não se tenham alterado de forma relevante. As taxas da dívida alemã sobem para 2.98% e 2.50%, respectivamente.

Câmbios

EUR/USD permanece abaixo de 1.07, com divergência Fed/BCE.

O dólar prosseguiu o movimento de apreciação (que se prolonga pelo início desta semana), acompanhando o adiamento de expectativas para as descidas dos juros de referência por parte do Fed. A divisa norte-americana situa-se, em termos efectivos, ao nível mais forte desde Nov'23. A apreciação foi mais significativa em relação às divisas das economias emergentes e face à coroa norueguesa e ao dólar australiano. O euro avançou ligeiramente face ao dólar, mas mantendo-se em torno de EUR/USD 1.065.

Após uma reunião da Secretária do Tesouro norte-americana, Janet Yellen, com os seus homólogos japonês e sul-coreano, os três responsáveis emitiram na 5ª feira um comunicado conjunto em que EUA, Japão e Coreia do Sul afirmam que continuarão a acompanhar de perto a evolução do mercado cambial, reconhecendo a preocupação das autoridades japonesas e sul-coreanas quanto à depreciação do iene e do won (que recuam 8.9% e 6.6%, respectivamente, face ao dólar desde o início do ano). Esta intervenção verbal poderia antecipar uma intervenção coordenada no mercado cambial, caso necessário. O anúncio não teve, contudo, impacto relevante, permanecendo o iene próximo de USD/JPY 155.

		19/4/2024			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	3.000	2.524	2.500	2.623
	Var. Semanal	14	16	14	12
	Var. YTD	60	58	48	36
EUA					
	Yield	4.986	4.670	4.621	4.711
	Var. Semanal	9	11	10	8
	Var. YTD	74	82	74	68
Portugal					
	Yield	2.932	2.742	3.166	3.559
	Var. Semanal	12	11	11	7
	Var. YTD	48	47	51	24

		2Y	5Y	10Y	30Y
SWAPS					
Europa					
	Yield	3.323	2.907	2.806	2.494
	Var. Semanal	13	16	13	10
	Var. YTD	53	48	31	15
EUA					
	Yield	4.894	4.417	4.240	3.946
	Var. Semanal	7	11	10	7
	Var. YTD	83	89	77	63

		1m	3m	6m	12m
M. MONETÁRIO					
Euribor					
	Spot	3.837	3.892	3.846	3.732
	Var. YTD	-1	-2	-1	22
SOFR USD					
	Spot	5.317	5.326	5.303	5.215
	Var. YTD	-4	-1	15	44

		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CRÉDITO				
iTraxx (EUR)				
	Main	60.2	2.6	2.8
	Crossover	334.4	2.9	6.7
	Financeiras			
	Sénior	68.3	1.9	1.1
	Subordinadas	68.3	1.9	1.1

		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CÂMBIOS				
	EUR / USD	1.07	0.1	-3.7
	EUR / GBP	0.86	0.6	-0.8
	GBP / USD	1.24	-0.5	-2.9
	EUR / CHF	0.97	-0.2	4.4
	USD / CNY	7.24	0.0	2.0
	USD / JPY	154.58	1.0	9.8
	EUR / NOK	11.74	1.2	4.9
	USD / BRL	5.20	1.6	7.2
	EUR / AOA	897.97	0.3	-3.0

Nota: *Yields* e taxas de juro em %. Variações em bps, excepto nos câmbios (em %). *Spreads* de crédito em bps. Fonte: Bloomberg.

MERCADOS – Commodities e Acções

Acções penalizadas por Fed *hawkish*. Petróleo e ouro aliviam.

- A percepção de alívio das tensões no Médio Oriente suportou a descida dos preços do petróleo do ouro no início desta semana. Cobre em máximos de 2 anos em Londres.
- O reforço das expectativas de que o Fed não tem pressa em cortar os juros directores condicionou as acções. O sector mais pressionado foi o tecnológico, reagindo ainda à revisão em baixa das expectativas para a procura de *chips*.

Commodities

Petróleo e ouro recuam com alívio da tensão Israel-Irão.

A percepção de alívio das tensões no Médio Oriente suportou, desde a última semana, a descida dos preços do petróleo. O Brent chegou a valorizar acima dos USD 91/barril após a retaliação israelita ao ataque iraniano do passado dia 13, mas a expectativa generalizada de que ambas as partes não desejam uma escalada do conflito tornou essa subida apenas temporária, recuando para USD 86.8 no início desta semana. Nos metais, o ouro acompanha o movimento descendente do petróleo, para USD 2358/onça, depois de a procura por *safe havens* ter suportado uma valorização de 2% na última semana. Já o cobre prolonga a sua trajectória de subida, evoluindo em máximos de 2 anos na bolsa de Londres.

Acções

Nasdaq desvaloriza pela 4ª semana consecutiva.

O reforço das expectativas de que o Fed não tem pressa em cortar os juros directores – num contexto de actividade económica resiliente e pressões inflacionistas persistentes – condicionou em baixa o mercado de acções americano na última semana. O sector mais pressionado foi o tecnológico (-5.5% no Nasdaq e -7.3% no S&P Info Technologies), que reagiu ainda à revisão em baixa das expectativas para a procura de *chips*, após a TSMC ter cortado as previsões para o conjunto do ano. A Nvidia caiu 13.6% na semana, enquanto a Netflix perdeu 10.9%, depois de apresentar um *guidance* mais fraco que o esperado para o 2º trimestre. A *earnings season* do 1º trimestre ganha tracção esta semana, precisamente com as tecnológicas em maior destaque. A Tesla divulga contas na terça-feira, seguindo-se a IBM, Meta (4ª), Alphabet, Intel e Microsoft (5ª). Nos transportes, nota para a General Motors (terça), Boeing, Ford, Volvo (4ª) e Airbus (5ª).

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	191	0.8	13.2
Chemicals	1316	-0.5	1.6
Health Care	1105	-1.6	4.1
Retail	424	-0.6	5.1
Telecoms	194	0.7	-1.2
Oil & Gas	378	-3.4	6.2
Utilities	368	0.2	-6.2
Technology	798	-5.8	4.9
Insurance	364	-0.4	5.1
Autos	709	-1.6	12.9
Industry	830	-1.2	7.3

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	19/4/2024 Var. YTD
Brent	87.3	-3.5	13.3
WTI	83.1	-2.9	16.0
Gás Natural (EUA)	1.8	-1.0	-26.0
Gás Natural (Europa)	30.8	0.1	-4.9
Ouro	2 391.9	2.0	15.9
Cobre	9 876.0	4.4	15.4
Alumínio	2 669.0	7.0	12.0
Índice CRB Metals	1 116.2	3.1	8.1
Milho	443.0	-1.0	-10.3
Trigo	566.8	-0.7	-12.2
Soja	1 165.8	-1.8	-11.2
Café	231.9	5.2	24.4
Cacau	11 461.0	9.4	178.9
Índice CRB Food	540.8	0.9	16.2

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	37986	0.0	0.8
S&P 500	4 967	-3.0	4.1
Nasdaq	15 282	-5.5	1.8
Russell 2000	1 948	-2.8	-3.9
Euro Stoxx 600	499	-1.2	4.2
PSI	6 295	-0.7	-1.6
IBEX 35	10 730	0.4	6.2
FTSE MIB	33 922	0.5	11.8
DAX	17 737	-1.1	5.9
CAC 40	8 022	0.1	6.4
FTSE 100	7 896	-1.2	2.1
Nikkei 225	37 068	-6.2	10.8
Bovespa	125 124	-0.7	-6.8
Shanghai Composite	3 065	1.5	3.0
Hang Seng China	16 224	-3.0	-4.8
MSCI World (EUR)	312	-3.2	6.4
MSCI Emergentes	191	0.8	13.2

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	18.7	8.1	50.3
VSTOXX	18.2	-3.2	34.0

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	3500	-7.3	3.0
Health Care	1619	0.0	1.8
Financials	672	0.8	7.3
Communications	280	-3.2	14.0
Consumer Discretionary	1382	-4.5	-2.5
Industry	1020	-2.0	5.7
Consumer Staples	794	1.4	4.2
Energy	726	-1.2	13.4
Utilities	332	1.9	3.2
Real Estate	225	-3.6	-10.6
Materials	560	-1.1	3.8

Nota: Commodities – Brent e WTI USD/barril; Gás Natural (EUA) em USD/MMBtu; Gás Natural (Europa) em EUR/MWh; Ouro em USD/onça; Cobre e Alumínio em USD/MT; Milho, Trigo e Soja em USD/alqueire; Café em USD/lb; Cacau em USD/MT. Variações em %. Fonte: Bloomberg.

AGENDA DA SEMANA


Economia dos EUA deverá apresentar novos sinais de resiliência.

- PIB dos EUA terá crescido 2.4% QoQ anualizado no 1Q'24 (3.4% no 4Q'23). Esperam-se novos sinais de resiliência do consumo e da inflação em Mar, com a divulgação do rendimento e consumo pessoais, bem como do *PCE deflator*.
- PMIs e IFO deverão sugerir ligeira melhoria da actividade na Zona Euro em Abr'24. BoJ deve manter política monetária inalterada, mas mercado estará focado em eventuais sinais sobre futuras alterações.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Abr. 23	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Mar.	1.2	-0.3	
	Abr. 24	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Mar.	2.8	1.3	
	Abr. 25	PIB – trimestral anualizada (%)	1T E	2.5	3.4	
	Abr. 25	Consumo privado – trimestral anualizada (%)	1T E	2.8	3.3	
	Abr. 25	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Abr. 20	215	212	
	Abr. 26	Rendimento das famílias – mensal (%)	Mar.	0.5	0.3	
	Abr. 26	Despesa das famílias – mensal (%)	Mar.	0.6	0.8	
	Abr. 26	Deflator das despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.3 / 2.6	0.3 / 2.5	
	Abr. 26	Deflator <i>core</i> despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.3 / 2.7	0.3 / 2.8	
Zona Euro	Abr. 22	Confiança dos consumidores (pontos)	Abr.	-14.5	-14.7	-14.9
	Abr. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Abr.	46.5	46.1	
	Abr. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Abr.	52.0	51.5	
	Abr. 23	Índice PMI Compósito (pontos)	Abr.	50.8	50.3	
Alemanha	Abr. 24	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Abr.	88.8	87.8	
Reino Unido	Abr. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Abr.	50.2	50.3	
	Abr. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Abr.	53.0	53.1	
Japão	Abr. 26	Banco do Japão anuncia <i>target</i> para taxa de juro de referência (%)*	Abr. 26	0.00-0.10	0.00-0.10	

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Abr. 15	Vendas a retalho – mensal (%)	Mar.	0.4	0.7	0.9 (r+)
	Abr. 15	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Abr.	-5.2	-14.3	-20.9
	Abr. 15	Índice NAHB de confiança no mercado da habitação (pontos)	Abr.	51	51	51
	Abr. 16	Licenças de construção – mensal (%)	Mar.	-0.9	-4.3	2.3 (r+)
	Abr. 16	Início de novas construções – mensal (%)	Mar.	-2.4	-14.7	12.7 (r+)
	Abr. 16	Produção industrial – mensal (%)	Mar.	0.4	0.4	0.4 (r+)
	Abr. 18	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Abr.	2.0	15.5	3.2
	Abr. 18	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Abr. 13	215	212	212 (r+)
Zona Euro	Abr. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.8 / -5.5	0.8 / -6.4	-3.0 / -6.6
Alemanha	Abr. 16	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Abr.	35.5	42.9	31.7
	Abr. 19	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.1 / -3.3	0.2 / -2.9	-0.4 / -4.1
Portugal	Abr. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	-	0.0 / -1.4	0.4 / -2.5
Reino Unido	Abr. 17	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.4 / 3.1	0.6 / 3.2	0.6 / 3.4
	Abr. 17	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Mar.	4.1	4.2	4.5
	Abr. 19	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.3 / 1.0	0.0 / 0.8	0.1 / -0.3
China	Abr. 16	PIB – trimestral / homóloga (%)	1T	1.5 / 4.8	1.6 / 5.3	1.0 / 5.2
	Abr. 16	Produção industrial – homóloga YTD (%)	Mar.	6.6	6.1	7.0
	Abr. 16	Vendas a retalho – homóloga YTD (%)	Mar.	5.4	4.7	5.5
Japão	Abr. 19	IPC – homóloga (%)	Mar.	2.8	2.7	2.8

Fontes: Bloomberg, INE, Banco de Portugal. * Previsão Novo Banco Research.

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL EUA resilientes vs. China e Zona Euro mais frágeis. Actividade industrial com sinais de estabilização. Serviços ainda em expansão. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2024, mas num cenário de *soft landing*.

EUA PIB subiu 3.2% QoQ anualizado no 4Q'23 (4.9% no 3Q'23), acima do esperado. Indicadores mais recentes sugerem actividade e consumo relativamente robustos. Expectativa de abrandamento ligeiro em 2024, ou mesmo de *no landing*.

ZONA EURO Actividade estagnada, com recessão na indústria e efeitos das subidas dos juros na procura. PIB com variação QoQ nula no 4Q'23, após queda de 0.1% QoQ no 3Q. Economia cresceu 0.5% em 2023. Desemprego baixo (6.5%).

PORTUGAL PIB cresceu 0.8% QoQ e 2.2% YoY no 4Q'23, acima do esperado e após -0.2% QoQ e 1.9% YoY no 3Q. O crescimento foi suportado pelos bons desempenhos do consumo privado e das exportações líquidas. Economia cresceu 2.3% em 2023, vs. 6.8% em 2022. Inflação elevada e subida dos juros penalizaram a procura interna. Em 2024, espera-se um crescimento próximo de 2%, com abrandamento do consumo e exportações.

CHINA PIB cresceu 1.6% QoQ e 5.3% YoY no 1Q'24 (vs. 1% QoQ e 5.2% YoY no 4Q). Desaceleração ligeira esperada ao longo do ano de 2024 (meta oficial de 5%). Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



INFLAÇÃO

EUA Inflação subiu em Mar'24 (*core* estabilizou), dando sinais de persistência acima da meta. Serviços (transportes e alojamento) impedem descida mais rápida. Bens *core* com inflação ligeiramente negativa.

ZONA EURO Inflação recuou mais que o esperado em Mar'24, para 2.4% YoY, ou 2.9% YoY a nível *core*. Persistência dos serviços (4% YoY), mas bens excluindo energia abaixo da meta (1.1% YoY). Espera-se continuação de descida em 2024.

PORTUGAL Inflação subiu de 2.1% para 2.3% YoY em Mar'24, com efeitos de base adversos na energia (+4.8% YoY). Preços dos bens alimentares recuam 0.5% YoY. Inflação *core* em 2.5% YoY. Inflação média anual recuou de 3.3% para 2.9%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Depois de subidas acumuladas de 350 bps em 2022, o Fed moderou ritmo de subida dos juros de referência em 2023, com 4 movimentos de 25 bps (Fev-Jul). Moderação da actividade e dos preços justificaram depois uma pausa. Fed projectou descidas de 75 bps em 2024, mas afirma agora que descidas demorarão mais a chegar. Mercado duvida de cortes em 2024.

ZONA EURO BCE subiu juros pela última vez em Set'23 (em 25 bps, +450 bps desde Jul 2022), com o actual nível a ser visto como "suficientemente restritivo" para baixar a inflação para a meta. Postura da autoridade monetária é descrita como *data dependent*, mas possível descida sinalizada para Jun'24 (mercado espera 3 cortes em 2024, num total de 75 bps).

REINO UNIDO Banco de Inglaterra manteve *Bank rate* em 5.25%, em Mar'24, com 8 votos a favor vs. 1 a favor de descida, sugerindo postura mais *dovish*. Juros devem manter-se no imediato, mas mercado vê como provável um primeiro corte de juros referência em Agosto ou Setembro.



JUROS DE MERCADO

EUA Forte recuo da *yield* do Treasury a 10 anos em Nov-Dez'23, com arrefecimento da actividade e antecipação de expectativa de cortes de taxas directoras. Tendência de subida em 2024, já acima de 4.6%, com robustez da actividade e do mercado de trabalho. Juros suportados em alta, dada a mensagem de paciência do Fed no corte de juros e as dúvidas crescentes do mercado sobre esses cortes. Tendência de reversão da inclinação negativa da *yield curve* (*steepening*).

ZONA EURO *Yield* do Bund a 10 anos com forte descida em Nov-Dez'23, acompanhando os Treasuries. Oscilações no início de 2024, mas com subida para perto de 2.5%, acompanhando os Treasuries. *Spreads* da periferia contidos.

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

EUA Dólar com ganhos *year-to-date*, beneficiando da tendência de subida das *yields* dos Treasuries, dado o desempenho relativamente robusto da economia americana, em contraste com outras economias.

ZONA EURO Depois de ganho em 2023, depreciação *year-to-date* face ao dólar em 2024, com ganhos efectivos da divisa americana, desempenho ainda fraco da economia europeia e divergência das expectativas de política do BCE vs. Fed.

REINO UNIDO Libra num *trading range* recente face ao USD, entre um quadro de estagnação da actividade económica no Reino Unido e a perspectiva de manutenção de juros em níveis restritivos pelo BoE durante um período prolongado.

CHINA Renminbi estável face ao USD, após tendência recente de ligeira depreciação, com estabilização dos juros de referência em mínimos históricos. Persistência de problemas no sector imobiliário doméstico e maior robustez da actividade económica nos EUA (favorecendo juros altos) mantêm pressão em baixa sobre divisa chinesa.



RISCOS

GLOBAL Alastramento das tensões do Médio Oriente. Tensões EUA-China. Riscos de acidentes financeiros com juros mais elevados. Escalada de tensões entre EUA/UE/NATO e Rússia. Subida mais duradoura da inflação. Recessão.

EUA Desaceleração do consumo e recessão. Aumento de *defaults*. Subida da inflação mais persistente, forçando uma postura mais restritiva do Fed. Correção do mercado. Queda dos *earnings* das empresas. Subida dos *spreads* de crédito HY. Correção do imobiliário. Impasses no Congresso levam a *Government shutdown*. Mercado penaliza desequilíbrio das contas públicas. Aumento do desemprego. Tensões com Rússia, China e Irão. Instabilidade política e social com eleições de Nov.

ZONA EURO Inflação mais alta e persistente, política monetária restritiva, instabilidade financeira, reavaliação de activos (e.g. habitação), com condições financeiras restritivas. Impactos da guerra na Ucrânia e no Médio Oriente na oferta e preços da energia. Disrupção na oferta de gás natural. Má execução dos PRRs.

CHINA Disseminação de problemas no imobiliário. Mau desempenho da procura interna. Guerra comercial, tecnológica e política com os EUA. Endividamento excessivo. NPLs. Inflação.



CENÁRIO OPTIMISTA

Descida mais rápida que o esperado da inflação, com aceleração da produtividade, descida dos custos unitários do trabalho e contributo benigno dos preços da energia. Atenuação das tensões em torno da Ucrânia, aliviando os preços da energia.

Bancos centrais cortam taxas directoras mais depressa que o esperado. Desemprego mantém-se baixo, sustentando o consumo privado. Recuperação da actividade industrial, com investimentos na transição energética/digital. Actividade resiliente nos serviços.



CENÁRIO PESSIMISTA

Efeitos da política monetária restritiva tornam-se mais visíveis na economia. Aumento do serviço da dívida das empresas, penalizando o investimento e o emprego. Queda do consumo privado. Arrefecimento da actividade nos serviços contribui também para o aumento do desemprego. Inflação mais persistente que o esperado força bancos centrais a manter ou subir taxas directoras. Queda mais pronunciada da procura. Aumento do desemprego. Recessão.

Escalada do conflito Rússia-Ucrânia e alastramento das tensões no Médio Oriente. Forte subida dos preços da energia. Tensões EUA-China (Taiwan). Focos de instabilidade social e política aumentam a incerteza e penalizam a confiança nos mercados financeiros.

O presente documento tem como único objetivo disponibilizar informação obtida a partir de diversas fontes, incluindo meios de informação especializados, fontes oficiais e outras consideradas credíveis e fidedignas. As opiniões e previsões emitidas não vinculam o novobanco, não podendo o novobanco, por isso, ser responsabilizado, em qualquer circunstância, por erros, omissões ou inexatidões da informação constante neste documento ou que resultem do uso dado a essa informação, designadamente, de decisões de investimento ou contratação que tenham sido tomadas tendo por base os elementos contidos neste documento. Cabe ao investidor tomar as suas decisões, à luz do seu perfil e objetivos de investimento, e tendo em conta a legislação e regulamentação aplicável.

PAINEL DE BORDO

Taxas de Referência dos Bancos Centrais		Última alteração		Valor actual		Expectativa	
País/Região	Taxa	Data	Valor (bps)	(%)	Jun. 2024	Set. 2024	Dez. 2024
EUA	<i>Fed funds rate</i>	26.07.2023	+25	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.00-5.25
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	14.09.2023	+25	4.00	3.75	3.50	3.25
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	03.08.2023	+25	5.25	5.25	5.00	4.75
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	19.03.2024	+10	0.00-0.10	0.00-0.10	0.00-0.10	0.00-0.10
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	20.03.2024	-50	10.75	9.75	9.25	9.00

Câmbio	19/4/2024		3 meses		12 meses	
	19/4/2024	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.065	-3.7	1.09	1.07	1.10	1.08
EUR / GBP	0.860	-0.8	0.88	0.86	0.90	0.87
EUR / JPY	164.690	5.7	158.05	163.06	149.60	159.03
EUR / CHF	0.969	4.4	0.98	0.96	1.01	0.95
EUR / PLN	4.314	-0.7	4.60	4.33	4.65	4.42
EUR / AUD	1.659	2.5	1.60	1.66	1.53	1.67
USD / JPY	154.580	9.8	145.00	152.46	136.00	146.60
GBP / USD	1.239	-2.9	1.24	1.24	1.22	1.24
USD / BRL	5.202	7.2	5.00	5.25	5.00	5.39
EUR / BRL	5.541	3.2	5.45	5.61	5.50	5.84

PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal (2023 ^E , USD Mil Milhões)	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (% população activa)			
		2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P
Mundo	104 476.4	3.5	3.1	3.1	3.2	8.7	6.9	5.8	4.9				
EUA	26 949.6	19	2.5	2.0	1.7	6.5	3.9	2.8	2.2	3.6	3.6	4.1	4.2
China	17 700.9	3.0	5.2	4.7	4.2	19	0.4	10	15	5.5	5.3	5.2	5.2
Japão	4 230.9	0.9	1.9	1.0	1.2	2.5	3.2	2.6	2.0	2.6	2.6	2.5	2.4
União Europeia	18 351.1	3.6	0.5	1.5	2.1	9.3	6.5	3.7	2.4	7.0	7.0	7.0	6.8
Zona Euro	15 478.4	3.4	0.5	0.9	1.5	8.4	5.4	2.9	2.3	6.7	6.5	6.7	6.6
Alemanha	4 429.8	19	-0.3	0.6	1.2	8.7	6.2	2.7	2.1	3.1	3.0	3.0	2.9
França	3 049.0	2.5	0.9	0.8	1.2	5.9	5.7	2.7	2.2	7.3	7.2	7.4	7.5
Itália	2 186.1	3.9	0.7	0.7	1.2	8.7	6.1	2.6	2.3	8.1	7.6	7.8	7.6
Espanha	1 582.1	5.8	2.5	1.4	2.0	8.3	3.5	3.7	2.3	12.9	12.0	12.0	11.8
Portugal	276.4	6.8	2.3	2.0	2.0	7.8	4.3	2.3	1.9	6.1	6.5	7.2	7.3
Reino Unido	3 332.1	4.3	0.5	0.7	1.2	9.1	7.3	2.9	2.5	3.7	4.3	4.7	4.9
Brasil	2 126.8	3.0	3.0	1.8	2.0	9.3	4.6	3.2	3.0	9.3	8.3	8.2	8.1
Índia	3 732.2	7.2	6.3	6.1	6.5	6.7	6.1	5.3	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	93.8	3.0	1.3	3.3	3.4	21.4	13.1	22.3	18.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	219	4.2	7.0	5.0	5.0	9.8	7.4	6.5	6.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

País/Região	PIB per capita (2023 ^E , USD, PPP)	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P
EUA	80 412.4	119.8	120.9	123.8	127.1	-4.0	-7.8	-7.0	-7.0	-3.8	-3.1	-3.0	-3.1
China	23 308.8	77.1	82.4	87.2		-6.5	-6.6	-6.7	-6.7	2.2	1.6	1.1	1.3
Japão	52 119.6	245.6	244.8	244.8	243.8	-5.8	-5.2	-4.4	-3.3	1.8	3.4	3.8	4.0
União Europeia	56 974.8	85.2	84.0	83.0	82.0	-3.3	-3.4	-2.7	-2.4	1.1	2.4	2.5	2.6
Zona Euro	59 316.4	92.7	92.2	93.1	93.5	-3.6	-3.3	-2.9	-2.6	1.4	3.1	3.0	3.1
Alemanha	66 037.8	66.2	66.1	66.9	67.0	-2.5	-2.2	-1.6	-0.9	4.4	6.7	6.9	6.9
França	58 765.1	111.8	112.1	114.8	117.1	-4.8	-4.9	-4.9	-4.6	-2.0	-0.7	-0.9	-1.0
Itália	54 259.0	141.6	141.4	141.4	140.5	-8.0	-5.4	-4.2	-3.6	-1.5	-0.2	0.3	0.8
Espanha	50 471.7	111.6	107.7	110.1	110.0	-4.7	-3.6	-3.2	-3.1	0.6	2.5	1.4	1.2
Portugal	45 227.0	112.4	99.1	94.5	93.7	-0.3	1.2	0.2	0.3	-1.1	1.6	1.3	1.2
Reino Unido	56 835.7	100.4	101.1	103.3	104.9	-4.6	-5.5	-4.5	-3.7	-3.1	-3.5	-2.7	-1.9
Brasil	20 078.9	85.3	88.1	90.3	92.4	-4.6	-7.2	-6.4	-5.8	-2.8	-1.7	-1.6	-1.5
Índia	9 183.4	81.0	81.9	82.3	82.2	-8.9	-8.4	-7.5	-7.0	-2.0	-2.2	-2.4	-2.2
Angola	7 077.3	66.7	84.9	77.1	67.9	0.7	-1.9	1.0	1.4	9.6	3.1	3.7	2.7
Moçambique	1 584.5	95.5	89.7	92.4	90.2	-5.0	-2.8	-2.2	-1.0	-32.9	-16.0	-39.3	-43.3

E – Estimativa; P – Previsão. Fontes: novobanco Research Económico, FMI, OCDE, Comissão Europeia, INE.

novobanco

DTF – DEPARTAMENTO DE TESOURARIA E FINANCEIRO

Nuno Duarte
DTF Managing Director nuno.duarte@novobanco.pt

RESEARCH ECONÓMICO

Carlos Almeida Andrade
Chief Economist carlos.andrade@novobanco.pt +351 21 310 64 93

Tiago Lavrador tiago.lavrador@novobanco.pt +351 21 310 64 94

Catarina Silva catarina.silva@novobanco.pt +351 21 310 64 92

Distribuição – Clientes

Jorge Jesus jorge.jesus@novobanco.pt +351 21 310 94 91

Filipa Rodrigues filipa.rodrigues@novobanco.pt +351 21 310 94 96

Jorge Bastos jorge.bastos@novobanco.pt +351 21 310 95 74

Marco Pereira marco.pereira@novobanco.pt +351 21 310 95 38

Ricardo Oliveira ricardo.oliveira@novobanco.pt +351 21 310 95 37

Rita Martinho rita.vieira.martinho@novobanco.pt +351 21 310 95 60