

- A divergência entre os EUA e a Zona Euro (ao nível do crescimento, inflação e juros) deve manter-se em 2025.
- Em França, o Governo accionou o Artº 49.3 da Constituição, forçando a aprovação do OE2025 sem votação na Assembleia. Mas este mecanismo abriu também as portas à votação de uma moção de censura (já esta 4ª feira).
- No caso de votação favorável pelo RN e pela NFP, o Orçamento é chumbado e o Governo cai. Sem eleições até Jun'25, sobem os riscos orçamentais e para o crescimento. Mercado com reacção adversa mas, para já, contida.

## Mercado pressiona dívida francesa. O que se segue?

### Divergência entre EUA e Zona Euro dever manter-se como um tema central em 2025.

Entre os temas centrais para o final de 2024 e 2025, destacam-se: (i) uma desaceleração relativamente moderada da actividade económica global; (ii) uma tendência de desinflação; (iii) descidas adicionais das taxas de juro directoras; (iv) divergências entre áreas económicas, ao nível do crescimento, da inflação e da política monetária; (v) alguma fragmentação da economia global; e (vi) níveis elevados de incerteza, imprevisibilidade e volatilidade.

### Em França, o Orçamento para 2025 deve ser rejeitado e o Governo pode cair esta 4ª feira.

O tema das “divergências” deverá ser bem patente no contraste entre a Zona Euro (onde o pessimismo tem vindo a aumentar) e os EUA (onde promessas de cortes de impostos e desregulação aumentam o optimismo de curto prazo, independentemente de possíveis problemas mais à frente). Para além de outros factores conjunturais e estruturais, o pessimismo na Zona Euro tem sido alimentado pela incerteza orçamental e política em França que, no início desta semana, conheceu novos desenvolvimentos. Com um défice público em torno de 6% do PIB e sob um Procedimento por Défices Excessivos da CE, o Governo francês apresentou um OE 2025 com poupanças de EUR 60 mil milhões, procurando levar o saldo orçamental para cerca de -5% do PIB no próximo ano. Não gozando de maioria na Assembleia Nacional, as propostas para as três leis orçamentais (sobre Receitas, Despesas e Segurança Social) encontravam-se a caminho de um chumbo pela Oposição, apesar de algumas cedências do Governo (e.g. na tributação da energia e apoios à despesa em medicamentos). Esta 2ª feira, na iminência da rejeição do Orçamento da Segurança Social, o Primeiro-Ministro Barnier recorreu ao Artº 49.3 da Constituição, que permite aprovar o documento sem necessidade de votação na Assembleia. Este mecanismo pode, contudo, dar origem a uma moção de censura, ou de não-confiança, pela Oposição, o que foi já assumido pelo Rassemblement National de Le Pen e, à esquerda, por La France Insoumise, de Mélanchon. Se as restantes forças da coligação de esquerda Nouveau Front National aprovarem a moção (na 4ª feira), o Orçamento é chumbado e o Governo cai (especulava-se sobre a possibilidade de o Partido Socialista se poder abster).

### Mercado penaliza dívida francesa, mas numa reacção (até agora) relativamente contida.

O que se segue? Com novas eleições apenas possíveis em Jun'25, e na ausência de uma nova solução estável na Assembleia, será provavelmente necessário aprovar uma lei especial até final do ano, permitindo “congelar” e continuar a aplicar o OE 2024, no sentido de se evitar um “encerramento do Governo”. Esta solução deverá dificultar ou impedir a redução do défice e dívida públicos. Aliás, os respectivos rácios poderão ser pressionados em alta por uma possível quebra do crescimento associada ao aumento da incerteza. O *spread* da dívida francesa a 10 anos vs. Bund alargou 8 bps esta 2ª feira, para 88 bps, 1 bp abaixo da Grécia. A reacção do mercado pode ser vista como relativamente contida. França dispõe de uma poupança interna elevada e é vista como uma economia relativamente forte. E a UE dispõe de mecanismos capazes de conter eventuais reacções mais adversas do mercado. Mas os riscos negativos para o crescimento e para a estabilidade financeira de França seguramente aumentaram.



### A Última Semana

- Na Zona Euro, a inflação subiu em Nov de 2% para 2.3% YoY. Core estável em 2.7% YoY. Sentimento económico estável em Nov, com pequena subida na indústria e recuo nos serviços. Isabel Schnabel, do BCE, vê “margem limitada” para descidas adicionais dos juros.
- *Spread* da dívida pública francesa a 10Y vs. Bund tocou em 90 bps e evolui próximo do *spread* da Grécia. Governo forçado a fazer concessões à Oposição no OE25.
- Trump ameaça tarifas de 25% sobre importações do México e Canadá, e de 10% sobre a China, como arma negocial em temas da imigração e tráfico de drogas.
- Nos EUA, o deflator do consumo pessoal subiu em Out de 2.1% para 2.3% YoY, ou de 2.7% para 2.8% YoY no core. Minutas do Fed sugerem preferência por cortes mais graduais dos juros.



### Esta semana

- OE2025 e Governo de França em risco. Vendas a retalho da Zona Euro terão caído em Out. Indústria e exportações da Alemanha fracas
- Nos EUA, criação de emprego terá recuperado em Nov. Mas taxa de desemprego terá subido para 4.2%. ISMs devem sugerir ligeira moderação do crescimento. Confiança dos consumidores americanos terá subido em Dez.
- PMIs Manufacturing da China sugere recuperação em Nov.

## ECONOMIA GLOBAL



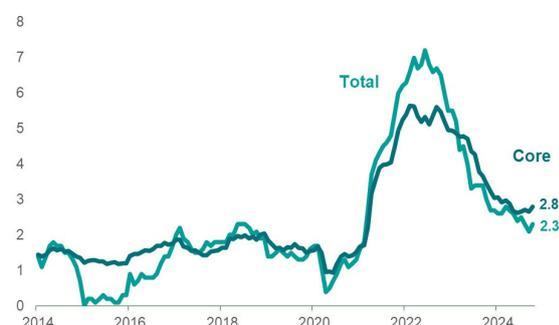
## Inflação subiu nos EUA e na Zona Euro.

- **EUA** O deflator das despesas de consumo pessoal registou uma variação de 2.3% YoY em Out, vs. 2.1% YoY em Set. O deflator *core* acelerou marginalmente, de 2.7% para 2.8% YoY, confirmando uma relativa persistência da inflação.
- **ZONA EURO** Os preços no consumidor desceram 0.3% MoM em Novembro, tendo a taxa de inflação homóloga subido de 2% para 2.3% (um aumento esperado, dada a variação menos negativa dos preços da energia).
- **CHINA** A *yield* da dívida da China a 10 anos atingiu um mínimo histórico de 1.98%, com a especulação sobre novos cortes dos juros de referência. O *outlook* mantém-se muito condicionado pelos receios de guerra comercial com os EUA.

## EUA: Sinais de relativa persistência na inflação.

O deflator das despesas de consumo pessoal registou uma variação de 2.3% YoY em Out, vs. 2.1% YoY em Set. O deflator *core* acelerou marginalmente, de 2.7% para 2.8% YoY. Embora não ponham em causa a expectativa de uma tendência de descida da inflação em direcção à meta dos 2%, estes números tendem a suportar a preocupação do Chair Powell com a persistência de uma inflação mais elevada que o desejado e a ideia de que o Fed não deve ter pressa em cortar os juros de referência. As despesas de consumo pessoal desaceleraram, mas mantendo um crescimento relativamente robusto: 0.4% MoM e 3% YoY em Out, vs. 0.5% MoM e 3.1% YoY em Set. O rendimento pessoal cresceu 0.6% MoM e 2.7% YoY, em ligeira aceleração. Já em Nov, o ISM Manufacturing subiu mais que o esperado (com uma expansão das novas encomendas), embora mantendo-se ainda em contracção. O crescimento do PIB do 3Q'24 foi confirmado em 2.8% QoQ anualizado (3% no 2Q).

## Deflator do consumo pessoal, headline e core (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

## Zona Euro: Inflação homóloga sobe para 2.3% em Novembro.

Os preços no consumidor desceram 0.3% em Novembro face ao mês anterior, tendo a taxa de inflação homóloga subido de 2% para 2.3% (um aumento esperado, dada a variação menos negativa dos preços da energia). A medida *core* manteve o aumento de 2.7% YoY. No plano da confiança, o índice IFO de clima empresarial na Alemanha recuou em Novembro de forma mais acentuada que o esperado, de 86.5 para 85.7 pontos, penalizado, tal como o índice ZEW, pela crise política na Alemanha e pela eleição de Trump para a Presidência dos EUA. Os índices de confiança da Comissão Europeia revelaram uma estabilização do sentimento económico, com a melhoria de confiança dos empresários da indústria a ser anulada por uma queda da confiança dos empresários dos serviços e dos consumidores. Refira-se a descida ligeira das expectativas para a evolução do emprego.

## IPC – Taxa de inflação homóloga (%)

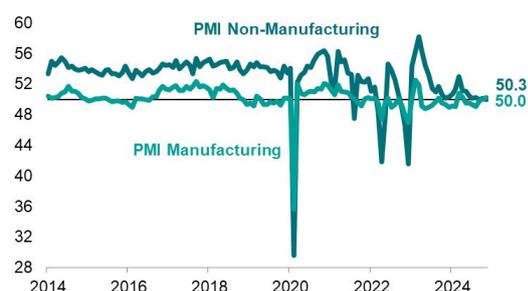


Fonte: Bloomberg.

## China: Outlook frágil para a actividade leva a descida das yields.

A *yield* da dívida pública da China a 10 anos caiu, já no início desta semana, abaixo do patamar de 2%, atingindo um mínimo histórico de 1.98%, enquanto a taxa a 30 anos desceu para 2.16%, nível inferior ao da dívida japonesa para a mesma maturidade. Esta evolução acompanha a especulação em torno da necessidade de novas medidas de cariz expansionista no plano monetário. Os índices PMI para a actividade na indústria em Novembro superaram as expectativas, sinalizando uma aceleração mais forte, enquanto a actividade nos serviços terá estagnado, ficando aquém das expectativas. O *outlook* para a economia chinesa mantém-se condicionado pelos problemas no imobiliário, níveis elevados de dívida e pressões deflacionistas, a que se juntam os riscos de uma guerra comercial com os EUA sob a presidência de Trump.

## Índices PMI (pontos)



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA

## Sentimento económico e despesas dos consumidores mantêm-se em alta.

- Em Novembro, o indicador de sentimento económico apurado pela CE subiu, suportado por melhorias da confiança nos serviços e na construção. O sentimento na indústria, retalho e consumo manteve-se relativamente estável.
- Em Out, registaram-se crescimentos de 4.3% YoY no volume das vendas a retalho e de 4.4% YoY na produção industrial. A taxa mensal de desemprego manteve-se em 6.6%. Crescimento do PIB no 3Q confirmado em 0.2% QoQ e 1.9% YoY.

### Serviços e construção suportam melhoria do sentimento económico.

Num contexto de maior pessimismo sobre a Zona Euro, a economia portuguesa mantém, para já, um *newsflow* relativamente positivo. Em Nov, o indicador de sentimento económico apurado pela CE subiu de 105.9 para 107 pontos, acima da média de longo prazo de 100, suportado por melhorias da confiança nos serviços e na construção. Embora com pequenas variações, os indicadores de sentimento na indústria, retalho e consumo mantiveram-se relativamente estáveis. Nos serviços, a evolução reflecte, sobretudo, uma avaliação bastante mais favorável da actividade recente. A componente de expectativas para a procura regista apenas uma pequena subida. Nos consumidores, a situação económica geral é vista a melhorar a 12 meses. Contudo, as componentes de expectativas a 12 meses sobre a situação financeira do agregado e sobre as suas intenções de grandes compras recuaram marginalmente.

### Taxa de desemprego estável. Vendas a retalho mantêm forte crescimento.

O INE confirmou o crescimento do PIB de 0.2% QoQ e 1.9% YoY no 3Q (0.2% QoQ e 1.6% YoY no 2Q). Os detalhes revelaram um contributo mais positivo da procura interna para a variação trimestral do PIB (de 1 para 1.2 pp), com o consumo privado e a FBCF a crescerem 1.2% e 0.9% QoQ, respectivamente. A procura externa líquida acentuou o contributo negativo (de -0.7 para -1.1 pp), com as exportações a recuarem 0.4% QoQ e as importações a crescerem 1.9% QoQ (note-se que, em termos homólogos, as exportações aceleraram de 3.4% para 5.3% YoY). Já em Out, registaram-se crescimentos de 4.3% YoY no volume das vendas a retalho e de 4.4% YoY na produção industrial. A taxa mensal de desemprego manteve-se em 6.6% da população activa.

### Principais Indicadores Económicos

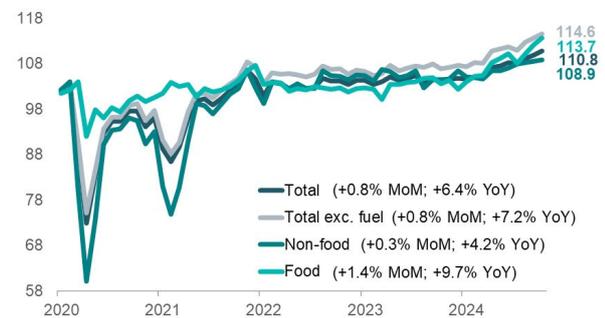
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
PIB	7.0	2.5	1.7	2.3
Consumo Privado	5.5	1.9	1.8	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.4	1.7
Investimento	3.3	3.6	3.9	7.9
Exportações	17.2	3.5	3.6	2.5
Importações	11.3	1.7	4.6	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.3	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.3	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	94.5	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.0	6.5	6.5	6.4
Saldo Externo (% PIB)	-0.2	2.7	3.3	3.5

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

### Indicadores de confiança empresarial e dos consumidores (S.R.E.)



### Volume das vendas a retalho (2019 = 100)



Fontes: CE, INE.

### Zoom

#### VAB por ramo de actividade, Volume, 3Q 2024 (% YoY)



Fonte: INE

## MERCADOS – Juros e Câmbios



## Acentuada descida das taxas da dívida norte-americana.

- As *yields* da dívida norte-americana caíram de forma acentuada ao longo da passada semana, traduzindo a expectativa de que o novo Secretário do Tesouro dos EUA venha a adoptar uma postura mais moderada que a defendida por Trump.
- O dólar prosseguiu o movimento de apreciação, mas de forma mais moderada do que nas semanas anteriores. O iene aprecia para cerca de USD/JPY 150, com a maior probabilidade de uma subida dos juros de referência pelo BoJ em Dez.

## Taxas de Juro

## Yields da dívida dos EUA recuam acentuadamente.

A passada semana ficou marcada por uma acentuada descida de taxas da dívida norte-americana (a que corresponde uma valorização dos respectivos títulos), ampliando assim o movimento desde os máximos atingidos nos dias seguintes às eleições de 5 de Novembro. As *yields* dos Treasuries desceram 22 e 23 bps a 2 e a 10 anos, respectivamente, na semana. O mercado leu a nomeação de Scott Bessent para a Secretaria do Tesouro como um sinal de que a política de Trump poderá afinal ser mais moderada que o defendido em campanha eleitoral. Deve notar-se, no entanto, que Bessent defende a ameaça de tarifas para obter determinados resultados. No plano dos preços, a evolução do deflator *core* das despesas de consumo pessoal (medida de inflação preferida do Fed) correspondeu inteiramente às expectativas em Outubro, levando a probabilidade atribuída pelo mercado a uma nova descida de 25 bps em Dezembro a subir para 64%. Também na Europa se assistiu a uma descida de taxas, mais expressiva nos prazos mais longos, reflectindo uma deterioração do *outlook*. A taxa do Bund a 10 anos desce para 2.03% no início desta semana.

## Câmbios

## Moderação do avanço do dólar.

O movimento de apreciação do dólar conheceu uma moderação na passada semana. A nomeação de Scott Bessent para Secretário do Tesouro dos EUA contribuiu para uma melhoria generalizada do sentimento e para uma diminuição da aversão ao risco, gerando a expectativa de que a nova Presidência de Trump poderá ter uma actuação no plano económico mais suave e moderada do que o sugerido pelas suas ameaças. Os comentários do Presidente reeleito continuam, no entanto, a ter repercussões. Depois de ter perdido 1.7% em termos efectivos na semana passada, o dólar apreciava 0.7% esta 2ª feira, depois de Trump ter ameaçado a imposição de tarifas de 100% às importações dos BRICs, no caso de estas economias se afastarem da utilização do dólar como divisa de referência para reservas externas e trocas comerciais.

O iene regressa a valores inferiores a USD/JPY 150, num movimento de apreciação após a divulgação de uma subida muito acima do esperado dos preços em Tóquio. Neste contexto, aumentou a probabilidade que o mercado atribui a uma elevação dos juros de referência pelo Banco do Japão em Dezembro, que se situa agora acima de 60%.

		29/11/2024			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Alemanha</b>					
	Yield	1.951	1.926	2.088	2.325
	Var. Semanal	-4	-13	-15	-17
	Var. YTD	-45	-2	6	6
<b>EUA</b>					
	Yield	4.151	4.048	4.169	4.360
	Var. Semanal	-22	-25	-23	-23
	Var. YTD	-10	20	29	33
<b>Portugal</b>					
	Yield	2.027	2.064	2.539	3.156
	Var. Semanal	-4	-14	-19	-18
	Var. YTD	-42	-21	-12	-16

		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>SWAPS</b>					
<b>Europa</b>					
	Yield	2.114	2.071	2.159	1.958
	Var. Semanal	-5	-11	-11	-12
	Var. YTD	-68	-36	-33	-38
<b>EUA</b>					
	Yield	4.000	3.742	3.706	3.571
	Var. Semanal	-16	-20	-19	-17
	Var. YTD	-7	21	23	25

		1m	3m	6m	12m
<b>M. MONETÁRIO</b>					
<b>Euribor</b>					
	Spot	3.004	2.934	2.695	2.461
	Var. YTD	-84	-98	-117	-105
<b>SOFR USD</b>					
	Spot	4.531	4.466	4.384	4.254
	Var. YTD	-82	-87	-77	-52

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>CRÉDITO</b>			
<b>iTraxx (EUR)</b>			
Main	55.9	-3.1	-4.5
Crossover	299.0	-2.9	-4.6
Financeiras			
Sénior	62.9	-1.5	-6.9
Subordinadas	62.9	-1.5	-6.9

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>CÂMBIOS</b>			
EUR / USD	1.06	1.4	-4.5
EUR / GBP	0.83	-0.1	-4.2
GBP / USD	1.27	1.5	-0.3
EUR / CHF	0.93	0.0	0.3
USD / CNY	7.25	0.0	2.1
USD / JPY	149.60	-3.3	6.2
EUR / NOK	11.67	1.1	4.2
USD / BRL	5.97	2.7	23.0
EUR / AOA	972.08	1.5	5.0

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


**Entusiasmo com a Black Friday levou S&P 500 a novos máximos.**

- O alívio dos receios de disrupção à oferta de petróleo pressionou as cotações na última semana. Movimento prossegue esta 2ª feira, apesar dos dados bons na China e das alegadas violações do cessar-fogo Israel-Hezbollah.
- A última semana revelou-se de ganhos para as acções, em ambos os lados do Atlântico, com novos máximos históricos no S&P 500 e no Dow Jones. Expectativa em torno da Black Friday *season* animou retalho americano.

## Commodities

**Petróleo recua, alargando as perdas no ano.**

O alívio dos receios de disrupção à oferta de petróleo pressionou em baixa as cotações desta *commodity* na última semana. Na base esteve o acordo de cessar-fogo entre Israel e o Hezbollah, bem como a perspectiva de aumento da oferta mundial em 2025, segundo as estimativas mais recentes da International Energy Agency. Esta 2ª feira, assiste-se a um prolongamento da tendência de descida, para USD 71.6/barril no Brent, não obstante a melhoria dos índices PMI Caixin na China e as alegadas violações do cessar-fogo (por ambas as partes) no Médio Oriente. A OPEP+ reúne-se no próximo dia 5 (quinta-feira), para discussão dos níveis de produção.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	29/11/2024 Var. YTD
Brent	72.9	-3.0	-5.3
WTI	68.0	-4.5	-5.1
Gás Natural (EUA)	3.4	2.3	-11.5
Gás Natural (Europa)	47.8	1.7	47.8
Ouro	2 643.2	-2.7	28.1
Cobre	9 010.5	0.5	5.3
Alumínio	2 594.0	-1.1	8.8
Índice CRB Metals	1 043.1	0.9	1.0
Milho	433.0	-0.5	-15.8
Trigo	548.0	-3.0	-19.3
Soja	989.5	0.6	-21.0
Café	318.1	5.3	67.4
Cacau	9 425.0	3.7	146.9
Índice CRB Food	520.8	-0.1	11.9

## Acções

**S&P 500 e Dow Jones voltaram a atingir novos máximos.**

A última semana revelou-se de ganhos para as acções, em ambos os lados do Atlântico, com novos máximos históricos no S&P 500 e no Dow Jones. Um dos sectores com melhor *performance* nos EUA foi o retalho, dada a expectativa positiva em torno da *shopping season* iniciada com a Black Friday (+2.3% em *consumer discretionary* no S&P 500). Pela negativa, destacaram-se as energéticas, em linha com a descida dos preços do petróleo. Na Europa, os ganhos foram mais modestos, condicionados (i) pela incerteza em torno do maior proteccionismo nos EUA sob a futura Administração Trump, (ii) pela instabilidade política e orçamental em França e (iii) pela incerteza em torno da guerra na Ucrânia.

Segundo as estimativas já conhecidas, as vendas na Black Friday nos EUA terão aumentado mais de 10% YoY no *online*. Já em loja, as vendas terão quase estagnado, ou até recuado.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	44911	1.4	19.2
S&P 500	6 032	1.1	26.5
Nasdaq	19 218	1.1	28.0
Russell 2000	2 435	1.2	20.1
Euro Stoxx 600	510	0.4	6.5
PSI	6 418	0.1	0.3
IBEX 35	11 641	-0.1	15.2
FTSE MIB	33 415	-0.2	10.1
DAX	19 626	1.6	17.2
CAC 40	7 235	-0.3	-4.1
FTSE 100	8 287	0.3	7.2
Nikkei 225	38 208	-0.2	14.2
Bovespa	125 668	-2.7	-6.3
Shanghai Composite	3 326	1.8	11.8
Hang Seng China	19 424	1.0	13.9
MSCI World (EUR)	368	-0.3	25.7
MSCI Emergentes	203	0.0	20.4

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	13.5	-11.4	8.5
VSTOXX	17.0	-5.6	24.9

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	203	0.0	20.4
Chemicals	1193	-1.2	-8.0
Health Care	1141	0.2	7.5
Retail	443	-1.5	9.9
Telecoms	236	1.3	20.2
Oil & Gas	341	-1.5	-4.4
Utilities	396	0.2	0.9
Technology	786	1.2	3.4
Insurance	411	0.4	18.6
Autos	530	0.0	-15.6
Industry	890	0.8	15.0

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4559	0.2	34.2
Health Care	1714	2.1	7.8
Financials	852	1.1	36.0
Communications	330	1.9	34.2
Consumer Discretionary	1789	2.3	26.2
Industry	1214	0.9	25.8
Consumer Staples	901	1.5	18.2
Energy	724	-2.0	13.1
Utilities	419	1.7	30.1
Real Estate	282	2.0	12.0
Materials	595	0.7	10.2

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


**Contraste entre indicadores de actividade nos EUA e na Zona Euro.**

- Vendas a retalho da Zona Euro terão caído em Out. Indústria e exportações da Alemanha terão mantido registos relativamente fracos. PMIs finais de Nov deverão confirmar sinalização de queda da actividade/sentimento.
- Nos EUA, criação de emprego terá recuperado em Nov. Mas taxa de desemprego terá subido para 4.2%. ISMs devem sugerir ligeira moderação do crescimento. Confiança dos consumidores americanos terá subido em Dez.

**Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores**

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Dez. 02	Índice ISM Manufacturing (pontos)	Nov.	47.5	48.4	46.5
	Dez. 04	Encomendas à indústria – mensal (%)	Out.	0.3		-0.5
	Dez. 04	Índice ISM Serviços (pontos)	Nov.	55.5		56.0
	Dez. 04	Fed publica <i>Beige Book</i>				
	Dez. 05	Saldo da balança comercial (USD mil milhões)	Out.	-75.0		-84.4
	Dez. 05	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Nov. 30	215		213
	Dez. 06	Criação de emprego não-agrícola (milhares)	Nov.	200		12
	Dez. 06	Taxa de desemprego (% da popul. activa)	Nov.	4.1		4.1
	Dez. 06	Remuneração média horária – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.3 / 3.9		0.4 / 4.0
	Dez. 06	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Dez. E	73.0		71.8
Zona Euro	Dez. 04	IPP – mensal / homóloga (%)	Out.	0.4 / -3.3		-0.6 / -3.4
	Dez. 05	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Out.	-0.3 / 1.9		0.5 / 2.9
Alemanha	Dez. 05	Encomendas à indústria – mensal / homóloga (%)	Out.	-1.9 / 1.8		4.2 / 1.0
	Dez. 06	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Out.	1.0 / -3.3		-2.5 / -4.6
	Dez. 06	Exportações – mensal (%)	Out.	-2.9		-1.7
Portugal	Dez. 02	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Out.	-	3.1 / 4.4	3.0 / 2.8 (r+)
China	Dez. 02	Índice Caixin PMI Manufacturing (pontos)	Nov.	50.6	51.5	50.3
Brasil	Dez. 03	PIB – trimestral / homóloga (%)	3 T	0.7 / 3.9		1.4 / 3.3

**Indicadores e eventos económicos mais recentes**

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Nov. 26	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Out.	-1.8	-17.3	7.0 (r+)
	Nov. 26	Confiança dos consumidores (Conference Board)	Nov.	111.8	111.7	109.6 (r+)
	Nov. 26	Fed publica minutas da última reunião de política monetária				
	Nov. 27	PIB – trimestral anualizada (%)	3T 2ª	2.8	2.8	3.0
	Nov. 27	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Out.	0.5	0.2	-0.4 (r+)
	Nov. 27	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Nov. 23	215	213	215 (r+)
	Nov. 27	Rendimento das famílias – mensal (%)	Out.	0.3	0.6	0.3
	Nov. 27	Despesa das famílias – mensal (%)	Out.	0.4	0.4	0.5
	Nov. 27	Deflador despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Out.	0.2 / 2.3	0.2 / 2.3	0.2 / 2.1
	Nov. 27	Deflator core desp. cons. pessoal – mensal / homóloga (%)	Out.	0.3 / 2.8	0.3 / 2.8	0.3 / 2.7
Zona Euro	Nov. 28	Índice de sentimento económico (pontos)	Nov.	95.2	95.8	95.7 (r+)
	Nov. 29	IPC – mensal / homóloga (%)	Nov. E	-0.2 / 2.3	-0.3 / 2.3	0.3 / 2.0
	Nov. 29	IPC core – homóloga (%)	Nov. E	2.8	2.7	2.7
Alemanha	Nov. 25	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Nov.	86.0	85.7	86.5
	Nov. 29	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Out.	-0.5 / 3.3	-1.5 / 3.6	1.6 / 1.4 (r+)
Portugal	Nov. 29	IPC – mensal / homóloga (%)	Nov. E	-	-0.2 / 2.5	0.1 / 2.3
	Nov. 29	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Out.	-	-2.7 / 4.3	0.1 / 5.6 (r+)
China	Nov. 30	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Nov.	50.2		50.1
	Nov. 30	Índice PMI Non-Manufacturing (pontos)	Nov.	50.3		50.2

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

## MACRO VIEWS (1/2)



## ACTIVIDADE

**GLOBAL** Vitória de Trump nas eleições nos EUA gera receios de protecção e maior “de-globalização”. Novos estímulos na China vistos como insuficientes. Deterioração do *outlook* na Zona Euro. Actividade industrial em contracção e serviços em desaceleração. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2025.

**EUA** PIB subiu 2.8% QoQ anualizado no 3Q'24 (3% no 2Q), com crescimento relativamente robusto do consumo privado e do investimento em equipamentos. Indicadores de actividade suportam cenário de *soft* ou *no landing*.

**ZONA EURO** PIB cresceu 0.4% QoQ no 3Q'24, vs. 0.2% no 1Q. Indicadores recentes mantêm quadro de arrefecimento da actividade (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego mantém-se baixo.

**PORTUGAL** PIB cresceu 0.2% QoQ e 1.9% YoY no 3Q'24 (0.2% QoQ e 1.6% YoY no 2Q). Variação trimestral suportada pelo consumo privado e pelo investimento. Contributo negativo da procura externa líquida. Economia cresceu 2.5% em 2023, vs. 7% em 2022. Em 2024, espera-se um crescimento em torno de 1.7%.

**CHINA** PIB cresceu 0.9% QoQ e 4.6% YoY no 3Q'24 (vs. 0.5% QoQ e 4.7% YoY no 2Q). Preocupações com o crescimento levaram autoridades a anunciar novos estímulos de política. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



## INFLAÇÃO

**EUA** Inflação com tendência de descida, mas sinais de alguma persistência a nível *core*. Preços nos serviços com sinais de alguma persistência e crescimento próximo de 5% YoY. Riscos de pressões inflacionistas numa 2ª presidência de Trump.

**ZONA EURO** Inflação subiu em Nov'24, de 1.7% para 2.3% YoY. *Core* manteve-se em 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 3.9% e nos bens industriais ex-energia em 0.7%. Espera-se tendência gradual (mas não linear) de descida.

**PORTUGAL** Inflação subiu de 2.3% para 2.5% YoY em Nov'24. *Core* permaneceu em 2.6% YoY. Preços da energia sobiram 2.1% YoY, e os da alimentação não transformada desaceleraram para 1.9% YoY. Inflação média aumentou para 2.3%.



## BANCOS CENTRAIS

**EUA** Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros, com um corte de 50 bps em Set'24 e um corte de 25 bps em Nov'24, para 4.5%-4.75%. Powell confiante na descida da inflação, mas não vê pressa em cortar juros. Mercado atenuou expectativas de cortes em 2025, com dados robustos sobre a actividade económica e riscos inflacionistas do *Trumpomics 2.0*.

**ZONA EURO** BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set e Out'24. Mantém-se postura *data dependent*. Mercado espera 1 corte de 25-50 bps em 2024 e 5-6 cortes até final de 2025. Riscos enviesados no sentido de cortes adicionais. No âmbito do novo quadro operacional, corredor entre a taxa refi e a DFR foi reduzido para 15 bps.

**REINO UNIDO** Banco de Inglaterra cortou a *Bank rate* em 25 bps em Nov'24, para 4.75%, sugerindo uma postura cautelosa no ciclo de alívio dos juros. Mercado antecipa possibilidade de novos cortes de 25 bps na *Bank Rate* em Fev-Mar'25 e em Jun'25. Riscos de BoE mais *hawkish* devido ao Orçamento mais expansionista apresentado pelo Governo.



## JUROS DE MERCADO

**EUA** Subida da *yield* do Treasury a 10 anos até Mai'24, superando 4.7%, com robustez da actividade e do mercado de trabalho e mensagem de paciência do Fed no corte de juros. Descida das *yields* a partir de Maio, para ~3.65%, com sinais de arrefecimento da economia. Mas recuperação para 4.3%-4.4% em Nov'24, com robustez do mercado de trabalho e expectativas para a 2ª presidência de Trump, forçando um Fed mais gradual na descida da taxa directora.

**ZONA EURO** Subida da *yield* do Bund a 10 anos acima de 2.6% até Junho. Descida a partir daí, para ~2.1%, acompanhando os Treasuries e, depois, reflectindo o quadro de baixo crescimento. Subida em Out-Nov'24, para 2.3%-2.4%, mas divergência crescente vs. EUA. Pressão sobre o *spread* soberano de França, com incerteza política e orçamental.

## MACRO VIEWS (2/2)



## CÂMBIOS

**EUA** Ganho do dólar *year-to-date*, beneficiando da robustez da economia americana, da redução das expectativas de cortes de juros pelo Fed, da subida das *yields* dos Treasuries, do melhor desempenho do mercado accionista e do “efeito Trump”.

**ZONA EURO** Depreciação na 1ª metade de 2024, com desempenho fraco da economia europeia e receios sobre França. Ganhos pontuais a partir de Jun'24, mas euro voltou a cair com fraco desempenho da economia.

**REINO UNIDO** Libra em apreciação desde Maio, com cotação GBP/USD a regressar acima de 1.30. Apreciação YTD face ao euro, com Banco de Inglaterra cauteloso nos cortes de juros. Reacção positiva a uma maioria absoluta Labour na Câmara dos Comuns.

**CHINA** Apreciação recente face ao USD revertida com sinais de robustez da economia dos EUA e “efeito Trump”. Persistência de problemas no sector imobiliário e cortes de taxas directoras mantêm pressão em baixa sobre divisa chinesa.



## RISCOS

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

**EUA** Sobreaquecimento da economia com novos estímulos. Juros mais elevados, com inflação mais persistente, forçando uma postura mais restritiva do Fed. Desaceleração do consumo e recessão. Aumento de *defaults*. Correção do mercado. Queda dos *earnings* das empresas. Subida dos *spreads* de crédito HY. Correção do imobiliário. Mercado penaliza desequilíbrio das contas públicas. Aumento do desemprego. Tensões com China e Irão. Instabilidade política e social.

**ZONA EURO** Impactos de guerra comercial com os EUA e China. Inflação mais alta e persistente, política monetária restritiva, problemas na habitação. Impactos adversos da guerra na Ucrânia e no Médio Oriente. Disrupção na oferta de gás natural. Incerteza política, com subida de forças euro-cépticas (França, Alemanha). Crise orçamental e financeira em França.

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



## CENÁRIO OPTIMISTA

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

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 e/ou EUA-Irão. 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)	(%)	Dez. 2024	Mar. 2025	Jun. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	07.11.2024	-25	4.50-4.75	4.25-4.50	4.00-4.25	3.75-4.00
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	17.10.2024	-25	3.25	3.00	2.50	2.00
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	07.11.2023	-25	4.75	4.75	4.50	4.25
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	31.07.2024	+15	0.25	0.25	0.25	0.25
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	06.11.2024	+50	11.25	11.75	12.00	12.00

Câmbio	29/11/2024		3 meses				12 meses	
	2024	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward		
EUR / USD	1.057	-4.5	1.05	1.06	1.08	1.08		
EUR / GBP	0.831	-4.2	0.84	0.83	0.85	0.85		
EUR / JPY	158.09	1.4	152.25	156.98	151.20	155.13		
EUR / CHF	0.931	0.3	0.95	0.93	0.98	0.91		
EUR / PLN	4.291	-1.2	4.35	4.33	4.40	4.44		
EUR / AUD	1.620	0.1	1.57	1.63	1.54	1.65		
USD / JPY	149.60	6.2	145.00	147.93	140.00	143.72		
GBP / USD	1.272	-0.3	1.25	1.27	1.27	1.27		
USD / BRL	5.970	23.0	5.50	6.05	5.40	6.40		
EUR / BRL	6.361	18.5	5.78	6.42	5.83	6.90		

## PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal (2023 <sup>E</sup> , USD Mil Milhões)	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (% população activa)			
		2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
<b>Mundo</b>	<b>104 476.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>8.7</b>	<b>6.9</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>				
EUA	26 949.6	1.9	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	1.9	0.4	1.0	1.5	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
<b>União Europeia</b>	<b>18 351.1</b>	<b>3.6</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>9.3</b>	<b>6.5</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>15 478.4</b>	<b>3.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>
Alemanha	4 429.8	1.9	-0.3	-0.2	1.0	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	7.0	2.5	2.0	2.0	7.8	4.3	2.3	2.0	6.1	6.5	6.6	6.6
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	21.9	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 <sup>E</sup> , USD, PPP)	Divida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
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
<b>União Europeia</b>	<b>56 974.8</b>	<b>85.2</b>	<b>84.0</b>	<b>83.0</b>	<b>82.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>59 316.4</b>	<b>92.7</b>	<b>92.2</b>	<b>93.1</b>	<b>93.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>1.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>
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	-6.1	-5.0	-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	111.2	97.9	94.5	93.7	-0.3	1.2	0.3	0.2	-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.

