

3 a 9 de Fevereiro de 2025

- A Administração Trump anunciou a imposição de tarifas de 25% sobre as importações do México e Canadá (10% no caso de bens energéticos do Canadá) e de 10% sobre as importações da China.
- Se prolongadas no tempo, as tarifas podem gerar impactos adversos significativos, mais severos no México e no Canadá (potencial recessão) mas, também, nos EUA, neste caso via disrupção de *supply chains* e maior inflação.
- Sectores automóvel, agrícola e energético serão os mais afectados. Consumidores dos EUA também penalizados.

EUA abrem guerra comercial – Que efeitos esperar?

Administração Trump lança tarifas de 25% sobre México e Canadá, e de 10% sobre China.

No fim de semana, a Administração Trump anunciou a imposição de tarifas de 25% sobre as importações do México e Canadá (10% no caso de bens energéticos oriundos do Canadá) e de 10% sobre as importações da China. As taxas poderão subir no caso de retaliação. Este anúncio foi justificado, entre outros factores, pela inacção destes países no controlo dos fluxos migratórios e do tráfico de fentanil para os EUA, bem como pela persistência de défices comerciais elevados com estas economias (cerca de USD 68 bn com o Canadá, USD 152 bn com o México e USD 279 bn com a China). Admite-se que as tarifas possam funcionar como uma arma negocial (temporária) dos EUA. Mas, de uma forma mais geral, elas enquadram-se na postura populista e nacionalista adoptada pela Administração Trump, que vê nos défices externos um sinal de fraqueza ou de “tratamento injusto” por parte dos outros países, ou um malefício de um pensamento “globalista”, e que tem como propósito a reindustrialização da economia americana e a promoção de emprego e de salários mais elevados neste sector.

Relocalização de produção, e queda do investimento e emprego são efeitos potenciais.

O anúncio afectará 43% das importações dos EUA, ou 5% do PIB, correspondendo a USD 1.3 *trillion*, e elevará a tarifa média praticada pela economia americana de 3% para 10.7%, um máximo desde 1946. Em retaliação, o Governo do Canadá anunciou a imposição de tarifas de 25% sobre USD 106 bn de importações oriundas dos EUA (e.g. bebidas e alimentos). Esperam-se também contramedidas por parte do México e China. Se prolongado no tempo, este primeiro embate de uma guerra comercial poderá gerar impactos económicos adversos significativos nas economias envolvidas, embora mais severos no México (que dirige 80% das suas exportações para o mercado americano) e no Canadá (77% das exportações para os EUA). Algumas estimativas sugerem a possibilidade de impactos negativos no PIB do México e Canadá até 2%, o suficiente para levar estas economias a uma recessão. Estes impactos resultariam da queda e/ou relocalização de produção, investimento e emprego e da disrupção de cadeias de produção. No caso do México, os sectores mais afectados serão o automóvel, IT (computadores, cabos, telefones), instrumentos médicos e, *last but not least*, o sector agrícola. No caso do Canadá, destacam-se os produtos energéticos (petróleo, electricidade), o comércio intra-industrial no sector automóvel e recursos minerais (potassa, urânio).

Aumento dos preços e risco de subida da inflação. Maior incerteza a nível global.

A economia dos EUA deverá também ser afectada negativamente, sobretudo através (i) da potencial disrupção das cadeias de abastecimento no sector automóvel e (ii) de uma menor disponibilidade e custo mais elevado dos bens energéticos e alimentares, pressionando a inflação em alta e o poder de compra dos consumidores em baixa (40% das importações agrícolas dos EUA têm origem no México (90% dos abacates consumidos); 61% do petróleo importado vem do Canadá). Diferentes estimativas sugerem um impacto negativo no PIB, a prazo, entre 0.2% e 1.2%. A esperada apreciação do dólar e a escassez de mão de obra decorrente do combate à imigração poderão acentuar os impactos negativos (cont. pág. 2).



A Última Semana

- Trump impõe tarifas de 25% sobre importações do México e Canadá, e de 10% sobre a China.
- *Sell-off* no sector de IT, após “descoberta” de ferramenta de IA chinesa, da DeepSeek, mais *cost-effective*. Mercado recuperou, com *earnings season* favorável.
- Nos EUA, Fed manteve juros em 4.25%-4.5%; deixou cair referência a “progressos” na descida da inflação; e afirmou não ter pressa em novos cortes.
- PIB dos EUA abrandou no 4Q'24, de 3.1% para 2.3%, mas consumo acelerou para 4.2%. Em Dez, deflator *core* do consumo estável em 2.8% YoY. Confiança no consumo recuou em Jan.
- BCE cortou taxas directoras em 25 bps (facilidade de depósitos agora em 2.75%). BCE vê actual política como ainda restritiva.
- PIB da Zona Euro com variação nula QoQ no 4Q'24 (0.9% YoY). Queda de 0.2% na Alemanha e subida de 1.5% QoQ em Portugal



Esta semana

- Inflação da Zona euro subiu para 2.5% YoY em Jan. *Core* estável em de 2.7%. BoE deve cortar a Bank Rate em 25 bps, para 4.5%.
- Nos EUA, criação de emprego terá recuado em Jan. Taxa de desemprego estável em 4.1%. ISMs sugerem actividade sólida.
- Alphabet, Amazon e Novo Nordisk apresentam resultados.

ECONOMIA GLOBAL



EUA abrem guerra comercial – Que efeitos esperar? (cont.)

- Guerra comercial pode alastrar com retaliações, ou com novas tarifas dos EUA sobre a UE ou sobre economias asiáticas. Risco de arrefecimento da actividade acompanhada por subida da inflação aumentaria desafios para os bancos centrais.
- O Fed manteve os juros de referência inalterados em 4.25%-4.5%, como esperado e reafirmou não ter pressa em novos cortes. Espera mais evidência sobre desinflação e arrefecimento do mercado de trabalho. Reagir a tarifas “é prematuro”.
- O BCE reduziu as taxas directoras em 25 bps, levando a taxa de juro da facilidade de depósitos para 2.75%. A autoridade monetária considera que o processo de desinflação evolui de forma favorável, mas vê a política actual ainda restritiva.

Fed mantém juros e afirma não ter pressa em novos cortes.

(cont.) Este início de guerra comercial poderá ser alastrado com retaliações dos países visados, ou com novas tarifas dos EUA sobre a UE ou sobre economias asiáticas. E, sobretudo, os seus efeitos poderão ser potenciados a nível global pela disrupção de cadeias de abastecimento e produção, pelo aumento de pressões inflacionistas e pelo aumento da incerteza. Mesmo assumindo a possibilidade de negociações e a reversão, ou moderação, das tarifas, o facto de as relações comerciais e económicas passarem a ser regidas por acordos bilaterais e não multilaterais, terá custos.

O risco de uma desaceleração ou contracção da actividade acompanhada por uma subida da inflação aumentaria os desafios para os bancos centrais. Na última semana, o Fed manteve os juros de referência inalterados em 4.25%-4.5%, como esperado. O comunicado do comité de política monetária que acompanhou a decisão deixou cair a referência a “progressos” recentes na descida da inflação. O Fed ainda acredita numa desaceleração adicional dos preços, mas prefere esperar por mais evidência desse facto, bem como de sinais mais visíveis do arrefecimento do mercado de trabalho. O Chair Powell afirmou ser prematuro ajustar a política monetária a eventuais efeitos de alterações da política comercial (tarifas) ou orçamental (baixa de impostos). E não comentou a pressão de Trump no sentido de o Fed cortar os juros rapidamente, que pode colocar em causa, no futuro, a sua independência. Mantemos a expectativa de que o Fed possa ser forçado a aliviar a política monetária ainda este ano. Mas, para já, o Fed assume-se em modo de pausa.

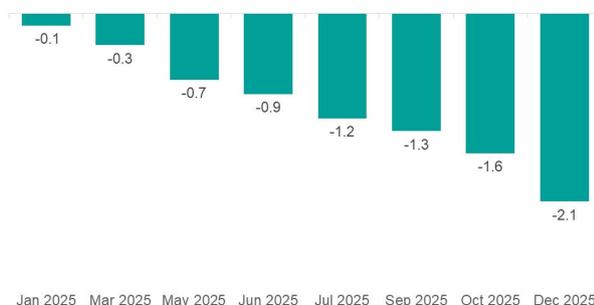
BCE corta taxas directoras em 25 bps e vê política ainda restritiva.

Na Zona Euro, o BCE reduziu as taxas directoras em 25 bps, levando a taxa de juro da facilidade de depósitos para 2.75%. A autoridade monetária considera que o processo de desinflação evolui de forma favorável, e em linha com o esperado. A inflação doméstica mantém-se elevada, mas os salários estão a desacelerar e os lucros unitários das empresas estão a amortecer parcialmente o efeito da sua subida. Neste sentido, o BCE afirma-se confiante de que a inflação irá estabilizar de forma sustentada em torno da meta. Em todo o caso, a política monetária é vista ainda como restritiva, o que sugere a intenção de prosseguir com novos cortes nas próximas reuniões, sobretudo tendo em conta a expectativa de um crescimento fraco no futuro imediato.

“Efeito DeepSeek” favorece ganhos de produtividade e desinflação.

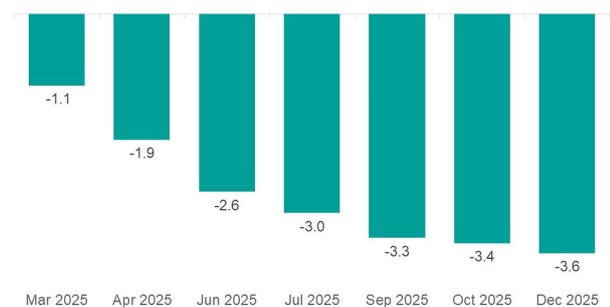
Merece ainda uma nota o *sell-off* (pontual) observado, na última semana, nas acções do sector tecnológico, com o efeito DeepSeek (ver Acções). A possibilidade de ferramentas de IA mais *cost-effective* e um ambiente mais concorrencial tenderiam a favorecer, a médio prazo, ganhos de produtividade e um ambiente mais favorável à desinflação.

Número de cortes da taxa directora do Fed esperados pelo mercado



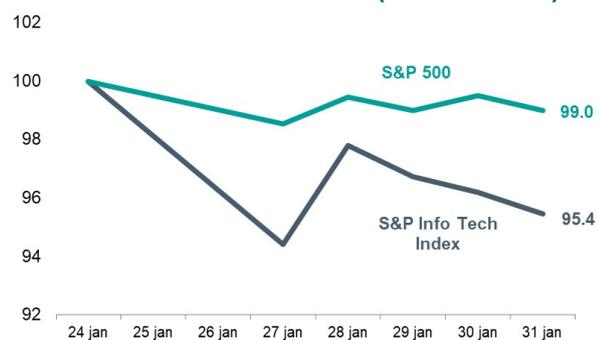
Fonte: Bloomberg.

Número de cortes da taxa directora do BCE esperados pelo mercado



Fonte: Bloomberg.

S&P 500 vs. S&P IT (24 Jan.=100)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA GLOBAL

Procura interna ainda forte nos EUA. Zona Euro em estagnação.

- **EUA** PIB subiu 2.3% QoQ anualizado no 4Q'24 vs. 3.1% no 3Q, mas investimento residencial (5.3%) e consumo privado (4.2%) aceleraram. Deflator *core* do consumo estável em 2.8% YoY em Dez. Confiança no consumo recuou em Janeiro.
- **ZONA EURO** A economia dos Vinte estagnou no 4º trimestre de 2024, com um desempenho mais fraco que o esperado da Alemanha e de França. Em Janeiro, a inflação homóloga subiu para 2.5%, acima do esperado.
- **ALEMANHA** O PIB recuou 0.2% QoQ e YoY (0.1% e QoQ e -0.3% YoY no 3Q), num desempenho abaixo do esperado. Em 2024, a economia contraiu 0.2%, vs. queda de 0.3% em 2023.). Em Jan, a inflação recuou de 2.6% para 2.3% YoY.

EUA: Procura interna robusta. Mas consumidores menos confiantes.

O crescimento do PIB recuou mais que o esperado no 4Q'24, de 3.1% para 2.3% (QoQ anualizado), com contributos negativos do investimento em equipamentos e em estruturas, bem como da variação de *stocks*. O principal foco incidiu, contudo, na aceleração do consumo privado, de 3.7% para 4.2%, suportada pelos gastos em bens duradouros. Com o investimento residencial também a recuperar, estes números foram vistos como suportando o cenário de robustez da procura interna. Em Dez'24, o rendimento e despesas pessoais aceleraram ligeiramente, e o deflator *core* do consumo pessoal manteve a variação homóloga de 2.8%. Este quadro valida a expectativa de pausa no corte de juros pelo Fed. De notar, contudo, o recuo da confiança dos consumidores em Jan'25, não apenas penalizada pela persistência de níveis de preços elevados mas, agora também, pela percepção de condições menos favoráveis no mercado de trabalho (e.g. empregos mais difíceis de obter).

Crescimento do PIB e do consumo privado (% QoQ anualizada)



Fonte: Bloomberg.

Zona Euro: Estagnação no 4Q 2024. Inflação subiu em Janeiro.

A economia da Zona Euro registou uma estagnação no 4º trimestre de 2024, depois do crescimento de 0.4% entre Julho e Setembro, um desempenho mais negativo que o esperado que se deveu às duas maiores economias do bloco. O PIB da Alemanha caiu 0.2% QoQ (após +0.1% no 3º trimestre) e a economia francesa recuou 0.1%, após o crescimento de 0.4% no 3º trimestre, impulsionado pela realização dos Jogos Olímpicos. A Itália manteve-se em estagnação. Portugal e Espanha destacaram-se, ao crescerem 1.5% e 0.8% QoQ, respectivamente. No conjunto do ano, a economia dos Vinte cresceu 0.7%. No mês de Janeiro, os preços no consumidor recuaram 0.3% MoM, o que conduziu a uma subida da taxa de inflação homóloga de 2.4% para 2.5%, acima do esperado, mas sem pôr em causa a tendência de descida a prazo. A inflação *core* manteve-se em 2.7% YoY.

Crescimento do PIB (% QoQ)



Fonte: Bloomberg.

Alemanha: Economia mantém-se em contracção.

O PIB alemão recuou 0.2% QoQ e YoY (vs. 0.1% e QoQ e -0.3% YoY no 3Q), exibindo assim um desempenho abaixo do esperado. No conjunto de 2024, a economia contraiu 0.2%, após uma queda de 0.3% em 2023. O consumo privado registou um comportamento ligeiramente positivo no trimestre e no ano, mas o investimento e as exportações recuaram em 2024. Do lado da oferta, de registar a queda de 3% no valor acrescentado da indústria. A economia alemã continua a sofrer os efeitos de custos de energia elevados e de uma concorrência externa crescente (e.g. China) à sua indústria. A evolução deprimida da actividade reflecte ainda a persistência de juros em terreno restritivo e níveis de incerteza elevados (e.g. conjuntura política). Em Jan'25, a inflação recuou de 2.6% para 2.3% YoY (medida pelo índice harmonizado, a inflação estabilizou em 2.8% YoY).

Crescimento anual do PIB (%)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA

PIB cresce acima do esperado. Desemprego e inflação recuam.

- O PIB cresceu 1.5% QoQ e 2.7% YoY no 4Q'24, acima do esperado e em aceleração face ao 3Q. Em 2024, a economia cresceu 1.9%, sobretudo com o contributo do consumo privado (que puxou pelas importações). O investimento abrandou.
- Em Dez'24, a taxa mensal de desemprego recuou de 6.6% para 6.4% da população activa. Em Jan'25, a inflação recuou de 3% para 2.5% YoY e o indicador de sentimento melhorou marginalmente, suportado pela confiança dos consumidores.

PIB cresceu 1.5% QoQ e 2.7% YoY no 4Q'24, muito acima do esperado.

O PIB cresceu 1.5% QoQ e 2.7% YoY no 4Q'24, muito acima do esperado e em aceleração face aos 0.3% QoQ e 2% YoY observados no 3Q. Não estão ainda disponíveis as componentes da despesa, mas a evolução no trimestre terá sido suportada pelo consumo privado e pela procura externa líquida, neste caso com uma queda das importações. Associado a este último factor, a variação de existências (uma componente do investimento) terá contribuído negativamente para o crescimento. No conjunto de 2024, a economia portuguesa cresceu 1.9%, acima da maioria das estimativas (incluindo a nossa) de 1.7%, após 2.5% em 2023. O consumo privado teve o maior contributo para o crescimento (em 2024, as vendas a retalho aumentaram 3.3% em volume, vs. 1.1% em 2023, com uma variação homóloga de 6% em Dez'24), suportando uma aceleração das importações e um contributo negativo da procura externa líquida, dada a variação relativamente estável das exportações. Nota, ainda, para a estimativa de uma desaceleração do investimento no ano passado.

Desemprego recua para 6.4% (Dez). Inflação cai para 2.5% YoY (Jan).

Em Dez'24, a taxa mensal de desemprego recuou de 6.6% para 6.4% da população activa, com o emprego a atingir máximos desde Fev'98 (5127 mil). Em Jan'25, o indicador de sentimento económico (da CE) melhorou marginalmente, com uma subida ligeira da confiança dos consumidores (compensando ligeiras descidas na confiança empresarial). A inflação (IPC) recuou de 3% para 2.5% YoY, com os efeitos de base do fim do IVA Zero e da subida dos preços da electricidade em Jan'24. Os preços da energia e da alimentação não processada desaceleraram para 2.4% e 1.8% YoY.

Principais Indicadores Económicos

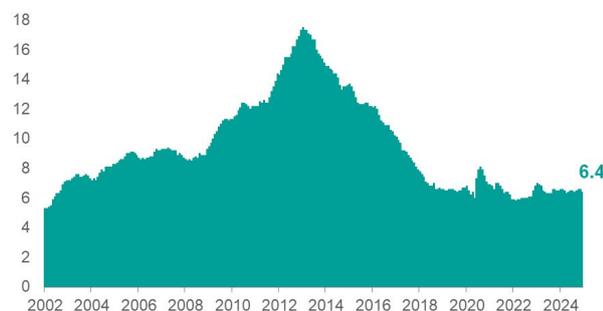
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.5	1.9	2.3
Consumo Privado	5.5	1.9	1.8	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.4	1.7
Investimento	3.3	3.6	3.9	7.9
Exportações	17.2	3.5	3.6	2.5
Importações	11.3	1.7	4.6	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.3	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	95.3	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.0	6.5	6.4	6.4
Saldo Externo (% PIB)	-1.0	1.9	3.6	3.9

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

Taxa de inflação homóloga (%)



Taxa de desemprego (% população activa)



Fonte: INE.

Zoom

Valor mediano por m², Vendas de alojamentos (% YoY)

São João da Madeira	26.5	Mafra	9.1
Espinho	25.1	Funchal	9.1
Maia	22.0	Seixal	9.0
Barcelos	21.0	Portimão	9.0
Paredes	19.9	Valongo	8.8
Moita	19.7	Olhão	7.5
Trofa	17.0	Oliveira de Azeméis	7.1
Barreiro	14.8	Póvoa de Varzim	6.2
Silves	14.6	Vila do Conde	6.2
Vila Nova de Gaia	14.1	Almada	6.0
Braga	12.0	Vila do Bispo	5.3
Santa Maria da Feira	11.9	Sesimbra	5.1
Montijo	11.8	Lisboa	4.1
São Brás de Alportel	11.4	V. R. Santo António	4.1
Oeiras	11.2	Aljezur	3.3
Portugal	10.8	Leiria	2.4
Sintra	10.7	Albufeira	2.3
Vila Franca de Xira	10.5	Faro	1.9
Amadora	10.4	Alcochete	0.5
Setúbal	10.2	Cascais	0.2
Gondomar	10.1	Loulé	-1.9
Palmela	10.0	Lagoa	-2.6
Loures	9.8	Porto	-4.6
Odivelas	9.7	Coimbra	-4.8
Guimarães	9.6	Santo Tirso	-5.2
Lagos	9.6	Matosinhos	-7.5
Vila Nova de Famalicão	9.1	Tavira	-10.5

Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios

Tarifas de Trump impulsionam dólar. *Yields* na Zona Euro em forte descida.

- O anúncio de Trump de tarifas às importações do Canadá, México e China está a conduzir a uma subida das *yields* da dívida norte-americana, enquanto, pelo contrário, na Zona Euro se prolonga a queda acentuada da última semana.
- O dólar intensifica o movimento de apreciação da semana passada, enquanto o peso mexicano e o dólar canadiano recuam expressivamente. O euro deprecia para cerca de EUR/USD 1.025.

Taxas de Juro

Acentuada descida de *yields* na Zona Euro.

O início da passada semana ficou marcada por um expressivo movimento de queda das *yields* (e valorização dos títulos) da dívida pública americana e europeia, associado a um aumento dos níveis de aversão ao risco, com forte desvalorização do sector tecnológico em bolsa. A descida acabou por ser mais acentuada na Zona Euro, em função da debilidade que os dados de crescimento continuam a evidenciar e dos riscos negativos à actividade. O BCE reduziu pela 5ª vez os juros de referência e manifestou confiança no cenário de desinflação, o que sugere a continuação do processo de descida dos juros nos próximos meses. Em contraste, o Fed manteve inalterado o *target* para a taxa *fed funds*, sublinhando a necessidade de mais sinais de descida da inflação para novos cortes. Já no início desta semana, o anúncio de tarifas pela Administração Trump sobre as importações do México, Canadá e China, e a ameaça em relação às da UE, estão a conduzir a uma subida das *yields* de curto prazo nos EUA. Contudo, nas maturidades mais longas da dívida americana e na Zona Euro as *yields* prolongam a descida, pelo previsível impacto negativo das tarifas sobre o crescimento.

Câmbios

Dólar aprecia acentuadamente.

O anúncio, pela Administração Trump, de tarifas de 25% sobre as importações do México e do Canadá e de 10% sobre as importações da China está a conduzir a uma intensificação, no arranque desta semana, do movimento de apreciação do dólar que tinha já caracterizado a passada semana. A divisa norte-americana ascende assim, em termos efectivos, ao seu nível mais elevado dos últimos 2 anos. Por seu turno, merece destaque a depreciação do peso mexicano (para o valor mais baixo em quase 3 anos) e do dólar canadiano (para o mínimo desde Abril de 2003).

O euro está a ser pressionado pelo impacto negativo sobre a Zona Euro das potenciais tarifas a aplicar pela Administração Trump sobre as importações europeias, e pela perspectiva de novos cortes dos juros de referência do BCE ao longo dos próximos meses. A cotação EUR/USD recua para 1.025, nível mais baixo do euro desde Novembro de 2022, gerando especulação quanto a uma possível depreciação para a paridade face ao dólar. Merece destaque a apreciação do real, de 1.2% face ao dólar na semana, com a subida dos juros pelo Banco Central do Brasil e sinais de compromisso com a disciplina orçamental pelo Governo brasileiro.

		31/1/2025			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	2.119	2.235	2.460	2.713
	Var. Semanal	-17	-15	-11	-7
	Var. YTD	4	8	9	12
EUA					
	Yield	4.197	4.327	4.539	4.787
	Var. Semanal	-7	-10	-8	-6
	Var. YTD	-4	-5	-3	1
Portugal					
	Yield	2.103	2.309	2.878	3.546
	Var. Semanal	-17	-14	-10	-4
	Var. YTD	-14	7	3	10

		2Y	5Y	10Y	30Y
SWAPS					
Europa					
	Yield	2.267	2.303	2.406	2.223
	Var. Semanal	-14	-14	-11	-6
	Var. YTD	7	6	4	7
EUA					
	Yield	4.050	4.034	4.085	3.974
	Var. Semanal	-6	-8	-7	-5
	Var. YTD	-4	-1	1	4

		1m	3m	6m	12m
M. MONETÁRIO					
Euribor					
	Spot	2.660	2.589	2.590	2.519
	Var. YTD	-19	-13	2	6
SOFR USD					
	Spot	4.313	4.302	4.248	4.160
	Var. YTD	-2	0	0	-1

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CRÉDITO			
iTraxx (EUR)			
Main	53.2	0.1	-7.8
Crossover	287.7	-0.5	-8.2
Financeiras			
Sénior	59.6	0.2	-6.6
Subordinadas	59.6	0.5	-6.7

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CÂMBIOS			
EUR / USD	1.04	-0.9	0.7
EUR / GBP	0.84	-0.6	1.2
GBP / USD	1.25	-0.3	-0.5
EUR / CHF	0.95	-0.5	0.7
USD / CNY	7.24	0.0	-0.7
USD / JPY	154.76	-0.6	-1.7
EUR / NOK	11.74	-0.1	-0.3
USD / BRL	5.85	-1.1	-5.3
EUR / AOA	960.95	-0.8	0.6

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



Efeito DeepSeek e tarifas anunciadas pelos EUA alimentam volatilidade.

- O preço do petróleo recuou na última semana, reflectindo em parte receios de menor crescimento económico. Esta 2ª feira, o crude recuperava, com a expectativa de efeitos contidos das tarifas dos EUA. Metais industriais em queda.
- Volatilidade elevada nas acções, com o efeito DeepSeek a gerar dúvidas sobre as valorizações das Big Tech, com a reacção a uma *earnings season* positiva e aos benefícios da diversificação, e com a reacção negativa às tarifas dos EUA

Commodities

Volatilidade no petróleo. Metais industriais em queda.

O preço do petróleo recuou na última semana, reflectindo em parte o ambiente de aversão ao risco e os receios de menor crescimento económico (com a ameaça de tarifas da Administração Trump e, antes, com o efeito DeepSeek nos mercados). Já esta 2ª feira, o crude valorizava 1.5% no Brent e 2.4% no WTI, reflectindo a convicção de alguns investidores de que as tarifas serão temporárias e/ou que a oferta do Canadá e do México encontrará mercados alternativos, pelo que os impactos nos preços serão contidos. Esperamos que a incerteza e a volatilidade se mantenham elevadas. Os metais industriais registavam quedas ou ganhos muito ligeiros. O ouro evoluía próximo dos seus máximos históricos.

Acções

Techs sob pressão, mas mercado com bom desempenho.

A última semana foi marcada por uma elevada volatilidade no mercado accionista. A “descoberta” de uma aplicação chinesa de IA (DeepSeek) com um desempenho semelhante ao das concorrentes americanas (e.g. ChatGPT), com custos substancialmente inferiores (e.g. menor intensidade energética, chips menos sofisticados) e em *open source*, gerou dúvidas sobre a (excessiva?) valorização das principais empresas tecnológicas e espoletou um *sell-off* neste sector no início da semana. De referir, contudo, que a maioria das empresas e dos sectores no S&P 500 *valorizaram* nesse período, suportando a ideia (benigna) de um mercado com valorizações mais equilibradas e menos enviesado a favor das grandes tecnológicas. Os principais índices acabaram por registar ganhos no conjunto da semana, suportados em parte pela divulgação de resultados de empresas maioritariamente favoráveis. Destacam-se os bons resultados da Apple, Meta, Intel e Caterpillar, e as relativas desilusões com a Microsoft e a Tesla.

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	233	1.5	9.5
Chemicals	1246	1.9	4.9
Health Care	1160	2.7	6.2
Retail	452	5.4	2.9
Telecoms	240	4.7	5.1
Oil & Gas	355	1.0	6.1
Utilities	388	3.6	1.4
Technology	866	2.0	6.7
Insurance	433	2.0	5.6
Autos	577	1.3	4.5
Industry	939	-0.3	6.6

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	31/1/2025 Var. YTD
Brent	76.8	-2.2	2.8
WTI	72.5	-2.9	1.1
Gás Natural (EUA)	3.0	-11.8	-1.7
Gás Natural (Europa)	53.2	7.1	8.9
Ouro	2 798.4	1.0	6.6
Cobre	9 048.0	-2.5	3.2
Alumínio	2 594.0	-1.8	1.7
Índice CRB Metais	1 029.9	-1.0	-0.2
Milho	482.0	-0.9	5.1
Trigo	559.5	2.8	1.5
Soja	1 042.0	-1.3	3.1
Café	377.9	8.7	18.2
Cacau	10 855.0	-4.9	-1.7
Índice CRB Food	532.8	0.8	0.6

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	44545	0.3	4.7
S&P 500	6 041	-1.0	2.7
Nasdaq	19 627	-1.6	1.6
Russell 2000	2 288	-0.9	2.6
Euro Stoxx 600	540	1.8	6.3
PSI	6 524	0.3	2.3
IBEX 35	12 369	3.2	6.7
FTSE MIB	36 472	0.7	6.7
DAX	21 732	1.6	9.2
CAC 40	7 950	0.3	7.7
FTSE 100	8 674	2.0	6.1
Nikkei 225	39 572	-0.9	-0.8
Bovespa	126 135	3.0	4.9
Shanghai Composite	3 251	-0.1	-3.0
Hang Seng China	20 225	0.8	0.8
MSCI World (EUR)	377	0.6	3.1
MSCI Emergentes	233	1.5	9.5

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	16.4	10.6	-5.3
VSTOXX	15.4	3.4	-9.7

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4474	-4.6	-2.9
Health Care	1711	1.7	6.6
Financials	856	1.2	6.4
Communications	372	2.7	9.0
Consumer Discretionary	1912	0.8	4.4
Industry	1171	-1.9	5.0
Consumer Staples	870	1.9	1.9
Energy	668	-3.8	2.0
Utilities	396	-2.1	2.9
Real Estate	260	-0.3	1.7
Materials	559	-0.2	5.5

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

 Taxa de desemprego estável nos EUA. Inflação core recua na Zona Euro.

- Nos EUA, criação de emprego terá recuado em Jan. Taxa de desemprego estável em 4.1%. ISMs sugerem actividade sólida. Na China, PMIs Caixin (não oficiais) devem sugerir relativa estabilização do crescimento da actividade.
- Na Zona Euro, estima-se inflação estável em Jan (2.4% YoY). Core terá recuado, de 2.7% para 2.6%. BoE deve cortar a *Bank Rate* em 25 bps, para 4.5%.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Fev. 03	Índice ISM Manufacturing (pontos)	Jan.	49.9		49.2
	Fev. 05	Saldo da balança comercial (USD mil milhões)	Dez.	-96.8		-78.2
	Fev. 05	Índice ISM Serviços (pontos)	Jan.	54.1		54.0
	Fev. 06	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Fev. 01	213		207
	Fev. 07	Criação de emprego não-agrícola (milhares)	Jan.	170		256
	Fev. 07	Taxa de desemprego (% da população activa)	Jan.	4.1		4.1
	Fev. 07	Remuneração média horária – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 3.8		0.3 / 3.9
	Fev. 07	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Fev.	72.0		71.1
Zona Euro	Fev. 03	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	-0.4 / 2.4	-0.3 / 2.5	0.4 / 2.4
	Fev. 03	IPC core – homóloga (%)	Jan. E	2.6	2.7	2.7
	Fev. 06	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.0 / 1.9		0.1 / 1.2
Alemanha	Fev. 06	Encomendas à indústria – mensal / homóloga (%)	Dez.	2.3 / -10.5		-5.4 / -1.7
	Fev. 07	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Dez.	-0.7 / -2.1		1.5 / -2.8
Portugal	Fev. 05	Taxa de desemprego (% da população activa)	4 T	-		6.1
Reino Unido	Fev. 06	Banco de Inglaterra anuncia <i>Bank rate</i> (%)*	Fev. 06	4.50		4.75
China	Fev. 03	Índice Caixin PMI Manufacturing (pontos)	Jan.	50.6	50.1	50.5

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Jan. 27	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Dez.	1.7	3.6	9.6 (r+)
	Jan. 29	Fed anuncia <i>target</i> para a taxa <i>fed funds</i> (%)*	Jan. 29	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50
	Jan. 30	PIB – trimestral anualizada (%)	4T E	2.6	2.3	3.1
	Jan. 30	Consumo privado – trimestral anualizada (%)	4T E	3.2	4.2	3.7
	Jan. 30	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Jan. 25	225	207	223
	Jan. 31	Rendimento das famílias – mensal (%)	Dez.	0.4	0.4	0.3
	Jan. 31	Despesa das famílias – mensal (%)	Dez.	0.5	0.7	0.6 (r+)
	Jan. 31	Deflator core despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.2 / 2.8	0.2 / 2.8	0.1 / 2.8
Zona Euro	Jan. 30	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T E	0.1 / 1.0	0.0 / 0.9	0.4 / 0.9
	Jan. 30	Índice de sentimento económico (pontos)	Jan.	94.1	95.2	93.7
	Jan. 30	BCE anuncia taxa da facilidade de depósito (%)*	Jan. 30	2.75	2.75	3.00
Alemanha	Jan. 30	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T E	-0.1 / 0.0	-0.2 / -0.2	0.1 / -0.3
França	Jan. 30	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T E	0.0 / 0.8	-0.1 / 0.7	0.4 / 1.2
Espanha	Jan. 29	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T E	0.6 / 3.2	0.8 / 3.5	0.8 / 3.5 (r+)
Portugal	Jan. 28	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Dez.	-	2.4 / 5.5	3.3 / 8.5 (r-)
	Jan. 30	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T E	0.4 / -	1.5 / 2.7	0.3 / 2.0 (r+)
	Jan. 31	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	-	-0.5 / 2.5	0.1 / 3.0
	Jan. 31	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Dez.	-	-4.2 / -4.9	-3.7 / -2.5 (r-)
China	Jan. 27	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Jan.	50.1	49.1	50.1
	Jan. 27	Índice PMI Non-Manufacturing (pontos)	Jan.	52.2	50.2	52.2
Brasil	Jan. 29	Banco Central anuncia taxa de juro Selic (%)*	Jan. 29	13.25	13.25	12.25

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

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL Anúncio de novas tarifas pelos EUA alimenta receios de guerras comerciais, de fragmentação da economia global e de impactos adversos no crescimento e na inflação. Deterioração do *outlook* na Zona Euro. Actividade industrial em contracção e serviços em desaceleração. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2025.

EUA PIB desacelerou para 2.3% QoQ anualizado no 4Q'24 (3.1% no 3Q), mas consumo privado e investimento residencial aceleraram, com crescimentos robustos. Economia americana cresceu 2.8% em 2024.

ZONA EURO PIB estagnou no 4Q'24 (0% QoQ), vs. 0.4% no 3Q. Economia cresceu 0.7% em 2024. Indicadores recentes mantêm quadro de baixo crescimento (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego contido.

PORTUGAL PIB cresceu 1.5% QoQ e 2.7% YoY no 4Q'24 (0.3% QoQ e 2% YoY no 3Q), acima do esperado. Economia cresceu 1.9% em 2024. Actividade suportada sobretudo pelo consumo privado. Investimento desacelerou. Contributo negativo da procura externa líquida. Para o conjunto de 2025, espera-se um crescimento em torno de 2%-2.3%..

CHINA PIB cresceu 1.6% QoQ e 5.4% YoY no 4Q'24 (vs. 1.3% QoQ e 4.6% YoY no 3Q). 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 ainda com alguma persistência e acima das metas. Preços nos serviços mantêm subidas relativamente elevadas. Riscos de pressões inflacionistas numa 2ª presidência de Trump.

ZONA EURO Inflação subiu em Jan'25, de 2.4% para 2.5% YoY. *Core* estável em 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 3.9% e nos bens industriais ex-energia em 0.5%. Espera-se descida em 2025.

PORTUGAL Inflação recuou de 3% para 2.5% YoY em Jan'25. *Core* subiu de 2.6% para 2.8% YoY. Preços da energia e da alimentação não processada desaceleraram para 2.4% YoY e 1.8% YoY. Inflação média anual estável em 2.4%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em 2024, com cortes de 50 bps em Set, 25 bps em Nov e 25 bps em Dez, para 4.25%-4.5%. O último foi visto como um *hawkish cut*. Pausa em Janeiro, sinalizando não haver pressa em novos cortes. Fed espera mais evidência de desinflação e arrefecimento do mercado de trabalho. Mercado espera 2 cortes em 2025.

ZONA EURO BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set, Out e Dez'24 e em Jan'25. Taxa da facilidade de depósito em 2.75%. Confiança na descida da inflação. Política vista como ainda restritiva. Mercado espera 3-4 cortes até final de 2025. Riscos enviesados no sentido de política expansionista.

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 *Yield* do Treasury a 10 anos subiu ~100 bps desde mínimos de Set'24 até mid-Jan'25, para ~4.8%, com sinais de robustez do mercado de trabalho e consumo nos EUA. Descida para ~4.55% até Fev'25, com moderação da inflação, novos riscos para o crescimento e momentos de aversão ao risco nos mercados.

ZONA EURO Subida da *yield* do Bund a 10 anos de ~60 bps desde mínimos de Dez'24 até mid-Jan'25, para ~2.6%, acompanhando os Treasuries, mas de forma mais moderada. Descida para ~2.4% até Fevereiro, acompanhando os treasuries, e reflectindo o quadro de baixo crescimento na Zona Euro/Alemanha. *Spreads* da periferia contidos.

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

EUA Apreciação *year-to-date* em termos efectivos, com recuperação a partir do final de Jan'25, sobretudo com efeito do anúncio de novas tarifas às importações pela Administração Trump.

ZONA EURO Ligeira depreciação *year-to-date* face ao dólar, com desempenho fraco da economia europeia, BCE relativamente mais *dovish* que o Fed e receios de tarifas dos EUA sobre a UE.

REINO UNIDO Após máximo anual em Set'24 (~GBP/USD 1.34), libra com tendência de depreciação face ao USD, com BoE relativamente menos *hawkish* que o Fed e receios sobre a situação económica e orçamental do Reino Unido.

CHINA Tendência de ligeira apreciação face ao USD em 2025 interrompida pelo anúncio de um reforço das tarifas impostas pelos EUA às importações oriundas da China. Divisa sob pressão com persistência de fragilidades na economia.



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

Inflação mais persistente que o esperado força bancos centrais a manter ou subir taxas directoras. 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. 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 (guerras comerciais) 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)	(%)	Mar. 2025	Jun. 2025	Dez. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.12.2024	-25	4.25-4.50	4.25-4.50	4.00-4.25	3.75-4.00
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	30.01.2025	-25	2.75	2.50	2.00	1.75
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>	24.01.2025	+25	0.50	0.50	0.50	0.75
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	29.01.2025	+100	13.25	14.25	15.00	15.00

Taxas de Câmbio		3 meses				12 meses	
Câmbio	31/1/2025	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.042	0.7	1.03	1.05	1.02	1.06	
EUR / GBP	0.837	1.2	0.82	0.84	0.83	0.85	
EUR / JPY	161.27	-1.0	159.65	160.30	147.90	158.33	
EUR / CHF	0.946	0.7	0.94	0.94	0.98	0.93	
EUR / PLN	4.214	-1.5	4.30	4.25	4.30	4.36	
EUR / AUD	1.666	-0.4	1.61	1.67	1.55	1.69	
USD / JPY	154.76	-1.7	155.00	153.15	145.00	148.91	
GBP / USD	1.245	-0.5	1.26	1.25	1.23	1.24	
USD / BRL	5.845	-5.3	6.00	5.94	6.10	6.36	
EUR / BRL	6.083	-4.8	6.18	6.22	6.22	6.77	

PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (%população activa)			
	(2023 ^E , USD Mil Milhões)	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
Mundo	104 476.4	3.5	3.3	3.2	3.3	8.6	6.7	5.7	4.3				
EUA	26 949.6	1.9	2.9	2.8	2.1	6.5	3.9	2.8	2.2	3.6	3.6	4.1	4.4
China	17 700.9	3.0	5.2	5.0	4.6	1.9	0.2	0.3	1.0	5.6	5.2	5.1	5.1
Japão	4 230.9	1.2	1.5	-0.2	1.1	2.5	3.3	2.2	2.0	2.6	2.6	2.5	2.5
União Europeia	18 351.1	3.7	0.6	0.8	1.4	9.3	6.3	2.6	2.3	6.2	6.1	6.1	5.9
Zona Euro	15 478.4	3.3	0.4	0.7	0.8	8.4	5.4	2.4	1.9	6.8	6.6	6.5	6.3
Alemanha	4 429.8	1.4	-0.3	-0.2	0.3	8.7	6.0	2.4	2.0	3.1	3.0	3.4	3.2
França	3 049.0	2.6	1.1	1.1	0.9	5.9	5.7	2.3	1.6	7.3	7.4	7.4	7.2
Itália	2 186.1	4.7	0.7	0.5	0.8	8.7	5.9	1.3	2.1	8.1	7.7	7.0	7.2
Espanha	1 582.1	6.2	2.7	3.2	2.4	8.3	3.4	2.8	1.9	13.0	12.2	11.6	11.2
Portugal	276.4	7.0	2.5	1.9	2.3	7.8	4.3	2.4	1.9	6.0	6.5	6.5	6.4
Reino Unido	3 332.1	4.8	0.3	1.1	1.5	9.1	7.3	2.6	2.1	3.9	4.0	4.3	4.1
Brasil	2 126.8	3.0	3.2	3.7	2.2	9.3	4.6	4.3	3.6	9.3	8.0	7.2	7.2
Índia	3 732.2	7.0	8.2	6.5	6.5	6.7	5.4	4.4	4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	93.8	4.2	1.0	2.4	2.8	21.4	13.6	28.4	21.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	21.9	4.4	5.4	4.3	4.3	10.4	7.0	3.5	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

País/Região	PIB per capita	Divida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
	(2023 ^E , USD, PPP)	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
EUA	80 412.4	118.6	118.7	121.0	124.1	-3.9	-7.1	-7.6	-7.3	-3.9	-3.3	-3.3	-3.1
China	23 308.8	77.4	84.4	90.1	93.8	-7.5	-6.9	-7.4	-7.6	2.5	1.4	1.4	1.6
Japão	52 119.6	256.3	249.7	251.2	248.7	-4.4	-4.2	-6.1	-3.0	2.1	3.6	3.8	3.6
União Europeia	56 974.8	83.9	82.1	82.7	83.2	-3.2	-3.5	-3.1	-3.1	1.0	2.8	3.3	3.2
Zona Euro	59 316.4	89.9	87.8	88.1	88.4	-3.5	-3.6	-3.1	-3.1	-0.3	1.6	2.6	2.4
Alemanha	66 037.8	64.8	62.7	62.7	62.1	-2.1	-2.6	-2.0	-1.7	4.2	6.2	6.6	6.4
França	58 765.1	111.1	109.9	112.3	115.3	-4.7	-5.5	-6.0	-5.9	-1.2	-1.0	0.1	-0.1
Itália	54 259.0	138.1	134.6	136.9	138.7	-8.1	-7.2	-4.0	-3.8	-1.7	0.0	1.1	1.4
Espanha	50 471.7	109.4	105.0	102.3	100.7	-4.6	-3.5	-3.0	-2.8	0.4	2.7	3.4	3.2
Portugal	45 227.0	111.2	97.9	95.3	93.7	-0.3	1.2	0.3	0.2	-1.1	1.4	2.0	2.3
Reino Unido	56 835.7	99.6	100.0	101.8	103.8	-4.7	-6.0	-4.3	-3.7	-2.1	-2.0	-2.8	-2.8
Brasil	20 078.9	83.9	84.7	87.6	92.0	-4.0	-7.6	-6.9	-7.3	-2.1	-1.0	-1.7	-1.8
Índia	9 183.4	81.7	83.0	83.1	82.6	-9.2	-8.3	-7.8	-7.6	-2.0	-0.7	-1.1	-1.3
Angola	7 077.3	56.1	73.7	59.3	52.1	0.6	-1.9	1.6	1.3	8.3	3.8	3.3	1.5
Moçambique	1 584.5	100.3	93.9	96.0	96.5	-5.1	-4.1	-4.2	-2.0	-36.4	-10.6	-29.9	-30.0

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

