

6 a 12 de Janeiro de 2025

- Espera-se, em 2025, uma desaceleração moderada da actividade global, reflectindo os efeitos desfasados das subidas das taxas de juro, o menor suporte da política orçamental e algum arrefecimento do mercado de trabalho.
- As divergências entre áreas económicas serão um tema central, destacando-se o optimismo de curto prazo à volta das propostas da Trumponomics 2.0 vs. dificuldades conjunturais e estruturais (e maior pessimismo) na Zona Euro.
- Os principais bancos centrais terão a intenção de fazer convergir as taxas de juros directoras para níveis neutrais.

## 2025

### Espera-se desaceleração da actividade global e juros a convergir para níveis neutrais.

O ano de 2025 deverá ser marcado por uma desaceleração da actividade económica global, mas relativamente moderada num cenário central. Esta evolução deverá reflectir os efeitos desfasados das subidas das taxas de juro levadas a cabo entre 2022 e 2023, um menor suporte da política orçamental e algum arrefecimento do mercado de trabalho (nos EUA, as propostas de Trump para estimular a actividade económica não terão efeitos imediatamente a partir da sua posse, em Janeiro; elas serão mais um tema para a segunda metade do ano e para 2026). Um segundo tema a marcar a conjuntura em 2025 deverá ser a continuação de uma tendência de desinflação, mas menos linear do que o até aqui assumido, sobretudo nos EUA. Os preços nos serviços, que têm revelado mais persistência, parecem estar a desacelerar finalmente e a esperada moderação do crescimento dos salários deverá permitir a continuação deste movimento. Dito isto, nos EUA poderá haver maior persistência na inflação, dado o desempenho ainda robusto da procura e as expectativas em torno das propostas de Trump, vistas como potencialmente inflacionistas. Com a expectativa de descida da inflação, os principais bancos centrais têm a intenção de fazer convergir as taxas de juro directoras para níveis neutrais (que nem estimulam, nem restringem a economia). Mas esta tarefa deverá ser difícil, dado o necessário equilíbrio entre alguma persistência dos preços e os riscos de maior arrefecimento da actividade. E existe uma incerteza elevada sobre o nível neutral dos juros.

### Percepção de divergência entre os EUA e a Europa, com maior pessimismo no 2º caso.

Neste contexto, um tema central em 2025 será o das divergências entre áreas económicas, ao nível do crescimento, da inflação e da política monetária. Com o actual desempenho mais sólido da economia dos EUA e com o optimismo de curto prazo à volta das propostas da Trumponomics 2.0 (cortes de impostos, desregulação, descida dos custos da energia, etc), as perspectivas para 2025 apresentam-se mais favoráveis para a economia americana (já os efeitos a médio prazo, sobretudo de propostas como as tarifas, levantam muitas dúvidas). Por seu lado, a Zona Euro – sobretudo nas economias *core* – continua a lidar com dificuldades conjunturais (e.g. uma política monetária ainda restritiva, menor procura externa da China) e estruturais (problemas de produtividade e competitividade, maior concorrência da China na indústria), para além de níveis de incerteza política e orçamental mais elevados (e.g. França, Alemanha, pressão para elevar as despesas em Defesa, etc.). A economia europeia é também vista como mais vulnerável à eventual imposição de tarifas pelos EUA.

### Bancos centrais com intenção de fazer convergir as taxas directoras para níveis neutrais.

Assim, é natural esperar registos mais baixos de crescimento, inflação e taxas de juro na Zona Euro. Nos EUA, em Dez'24, os membros do comité de política monetária do Fed passaram a projectar, para 2025, apenas mais 2 descidas de 25 bps na *target rate* dos *fed funds*. Esperamos num cenário central, que o Fed reduza a sua taxa directoras de 4.25%-4.5% para um "valor terminal" em torno dos 3.5%-4%, i.e. 2 a 3 cortes de 25 bps (continua na pág. 2).



### A Última Semana

- Nos EUA, o ISM Manufacturing subiu de 48.4 para 49.3 pontos em Dez, sinalizando estabilização da actividade industrial.
- Sinais de um Fed *hawkish* e indicadores positivos sobre a economia americana pressionam *yields* dos Treasuries em alta.
- Em Dez, inflação (IPC) homóloga subiu em Espanha e em Portugal, de 2.4% para 2.8% e de 2.5% para 3%, respectivamente. Registo *core* subiu de 2.4% para 2.6% YoY em Espanha e de 2.6% para 2.8% YoY em Portugal.
- Mike Johnson (Republicano) é reeleito *Speaker* da Câmara dos Representantes nos EUA.



### Esta semana

- O Fed divulga as minutas da última reunião de política monetária, na qual anunciou um *hawkish cut* na sua taxa directoras.
- Nos EUA, espera-se a divulgação de um recuo na criação de emprego em Dez. Mas taxa de desemprego (4.2% da pop. activa) e variação da remuneração média (4% YoY) terão permanecido estáveis. ISM Serviços de Dez deverá sinalizar ligeira aceleração da actividade neste sector.
- Na Zona Euro, inflação (IPC) terá subido em Dez, de 2.2% para 2.4% YoY. *Core* estável em 2.7%.
- Na China, estimam-se registos de inflação em Dez de 0.2% YoY (IPC) e -2.5% YoY (IPP).

## ECONOMIA GLOBAL

 2025 (cont.)

- Espera-se que o Fed reduza a sua taxa directora de 4.25%-4.5% para um “valor terminal” em torno dos 3.5%-4%, i.e. 2 a 3 cortes de 25 bps. O BCE poderá cortar 5 x 25 bps, levando a taxa da facilidade de depósito para 1.75%.
- 2025 deverá evidenciar o crescente risco de fragmentação da economia global (e.g. “guerras comerciais”, resiliência de cadeias de abastecimento, etc). Trump 2.0, *endgame* da guerra na Ucrânia e eleições na Europa alimentam volatilidade.
- Principais riscos incluem persistência da inflação (sobretudo nos EUA), políticas mais restritivas que o esperado, aumento do desemprego, recessão na Zona Euro, incerteza política e orçamental em França e impactos de “guerras comerciais”.

## 2025 (cont.)

Já na Zona Euro, o BCE afirmou em Dez'24 que já não vê necessidade de manter os juros em níveis restritivos. Tendo em conta a revisão em baixa das projecções de crescimento e inflação, e os riscos negativos para o *outlook*, esperamos 5 cortes de 25 bps, levando a taxa da facilidade de depósito para um valor em torno de 1.75%.

Guerras e tensões proteccionistas continuam a condicionar o *outlook*.

O ano de 2025 deverá também evidenciar o crescente risco de fragmentação da economia global (fruto de “guerras comerciais”, de preocupações como a resiliência de cadeias de abastecimento e de alinhamentos geopolíticos). Para já, a “de-globalização” é mais um risco que uma realidade. Mas as políticas proteccionistas estão a aumentar e o risco de intensificação das “guerras comerciais” é elevado. Existe alguma evidência de um “pico” na globalização e de alterações nos fluxos comerciais e financeiros (sobretudo visíveis na relação entre os EUA e a China). Por fim, tendo em conta os diversos factores (geo)políticos em cima da mesa (elevada imprevisibilidade da nova Administração Trump, incógnitas sobre o *endgame* da guerra na Ucrânia, eleições na Alemanha e possivelmente em França, alteração dos equilíbrios no Médio Oriente, etc.), este próximo ano deverá ser também marcado por níveis elevados de incerteza e de volatilidade, na economia e nos mercados.

## Riscos de inflação persistente nos EUA e de recessão na Zona Euro.

Entre os principais riscos, contam-se: (i) a possibilidade de uma inflação mais elevada e persistente que o esperado, sobretudo nos EUA, forçando os bancos centrais a manterem políticas restritivas, com um consequente arrefecimento da actividade e possíveis reavaliações de activos nos mercados; (ii) um aumento do desemprego nos EUA e na Europa, penalizando o consumo e o crescimento; (iii) a penalização, pelo mercado, de economias com maiores desequilíbrios orçamentais (França, Brasil, Itália, EUA...); (iv) uma recessão na Zona Euro, sobretudo a partir da instabilidade e incerteza política e orçamental em França; (v) a incapacidade de as autoridades da China reanimarem o crescimento desta economia; (vi) impactos adversos de “guerras comerciais”; aumento dos populismos e de práticas “iliberais” na actuação de alguns Governos; um “congelamento” da guerra na Ucrânia com um resultado não satisfatório para a Europa; (vii) do lado positivo, políticas orçamentais mais expansionistas que o esperado na Zona Euro (e.g. via relaxamento do *debt break* na Alemanha); reacções e resultados mais favoráveis que o esperado à postura “transaccional” de Trump, evitando guerras comerciais; impactos positivos de juros mais baixos que o esperado; efeitos positivos no crescimento e nos mercados do fim das guerras em curso.

## Crescimento anual do PIB (%)



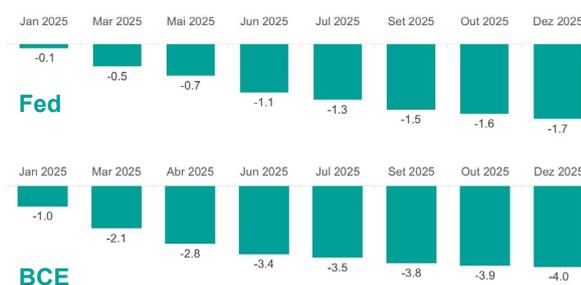
Fontes: FMI, CE, novobanco.

## Taxa anual de inflação (%)



Fontes: FMI, CE, novobanco.

## Número de cortes das taxas directoras (de 25 bps) descontados no mercado



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA

 **Outlook 2025.**

- Num cenário base, a economia portuguesa deverá crescer em torno de 2% em 2025, em ligeira aceleração face a 2024 e mantendo um dinamismo superior ao da média da Zona Euro. Política orçamental ligeiramente expansionista.
- Principais riscos incluem a forte natureza cíclica da procura no turismo no caso de uma recessão na Europa (penalizando o emprego), uma deterioração das contas públicas, uma má execução do PRR e a escassez de mão de obra e habitação.

**Crescimento deverá manter-se acima da média europeia em 2025.**

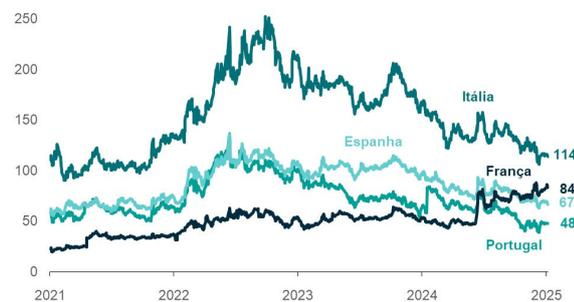
Num cenário base, a economia portuguesa deverá crescer em torno de 2% em 2025, em ligeira aceleração face a 2024 e mantendo um dinamismo superior ao da média da Zona Euro. O consumo privado deverá continuar a exibir alguma resiliência, dada a evolução relativamente robusta do mercado de trabalho (taxa de desemprego relativamente estabilizada em torno de 6.4% da população activa) e o aumento do rendimento disponível real das famílias (com descidas de impostos, revisões salariais, etc.). A elevada taxa de poupança permitirá acomodar eventuais choques negativos. A política orçamental ligeiramente expansionista deverá ser uma das explicações para o crescimento acima da média da economia portuguesa, em contraste com a postura orçamental restritiva esperada em economias como Espanha, Itália e França.

Apesar de uma moderação, o turismo deverá continuar a ser um factor diferenciador. Do lado do investimento, espera-se uma aceleração da execução dos fundos europeus (PRR), sobretudo com impacto no investimento público mas, também, com possíveis benefícios para o investimento das empresas. De uma forma mais geral, o desempenho relativamente favorável da economia portuguesa será suportado pela expectativa de excedentes nas contas públicas e externas, que beneficiam a percepção da economia no exterior e possibilitam uma melhoria das condições de financiamento. Entre os principais riscos, destacam-se a forte natureza cíclica da procura no turismo no caso de uma quebra da actividade na Europa (com impactos no emprego), as consequências negativas de uma eventual (e inesperada) deterioração das contas públicas, uma execução pior que a esperada dos fundos europeus; e os impactos negativos da escassez de mão de obra e da habitação.

**Principais Indicadores Económicos**

var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	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	2.4	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)	-1.0	1.9	3.6	3.9

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

**Saldo das contas públicas e externas, ano terminado no 3Q 2024 (% PIB)****Spread das yields dos títulos de dívida pública a 10 anos vs. Bund (bps)**

Fontes: INE, Bloomberg.

**Zoom****Nº de transacções de alojamentos familiares (% YoY)**

Fonte: INE

## MERCADOS – Juros e Câmbios

Subida das *yields* da dívida americana favorece dólar.

- A sinalização de uma actuação muito mais cautelosa do Fed na descida dos juros de referência conduziu a uma subida das *yields* da dívida norte-americana nas últimas semanas, que acabou por se estender à Zona Euro.
- Prosseguiu, ao longo das últimas semanas, a trajectória de clara apreciação do dólar que se observa desde a vitória de Trump nas eleições presidenciais dos EUA de 5 de Novembro.

## Taxas de Juro

## Dívida americana sofre forte desvalorização.

As últimas semanas ficaram marcadas por um claro movimento de subida das *yields* da dívida pública norte-americana, a que corresponde uma desvalorização dos respectivos títulos, na sequência da reunião do Fed de 18 de Dezembro. A sinalização de uma actuação muito mais cautelosa da autoridade monetária ao longo deste ano (nomeadamente a perspectiva de uma descida acumulada de 50 bps do *target* para a taxa *fed funds* vs. 100 bps em Setembro) levou o mercado a reduzir de forma clara as expectativas de cortes ao longo de 2025. Apesar de se ter interrompido na última semana, o movimento de subida de *yields* acentua-se no início desta semana, com as taxas dos Treasuries a 10 e a 30 anos a ascenderem a 4.63% e 4.85%. Também na Zona Euro acabou por se registar um movimento de subida de *yields*, apesar de as expectativas para o BCE se terem mantido, no essencial, inalteradas. O mercado antecipa 4 novas descidas de 25 bps dos juros de referência na Zona Euro até Dezembro, o que colocaria a taxa da facilidade de depósito em 2%. Vemos riscos de uma actuação mais agressiva, até uma taxa final de 1.75%.

## Câmbios

## Dólar prossegue apreciação.

Prosseguiu, ao longo das últimas semanas, a trajectória de apreciação do dólar que se observa desde a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais dos EUA de 5 de Novembro. O movimento reflecte a convicção de que a actuação de Trump na Presidência dos EUA tenderá a conduzir a um quadro de inflação e taxas de juro mais elevados. Acresce que a sinalização, pelo Fed, de uma actuação mais cautelosa na descida dos juros de referência ao longo dos próximos meses levou a uma subida das *yields* da dívida americana nas semanas finais do ano, o que acabou por impulsionar também o dólar. Em termos efectivos, a cotação da divisa americana ascende ao nível mais elevado desde Novembro de 2022. Face ao euro, o dólar apreciou 6.2% em 2024. Depois de ter chegado a atingir valores inferiores a EUR/USD 1.03 na 6ª feira, a moeda única reaproxima-se de 1.04 no início desta semana.

Merece referência a depreciação do iene, com a cotação USD/JPY a superar o patamar de 157, com o tom *dovish* do Governador do Banco do Japão a sugerir um adiamento de uma nova subida dos juros de referência. O renminbi tem também vindo a perder terreno, em função da persistência de fragilidade da economia chinesa.

		2Y	5Y	10Y	30Y
					3/1/2025
	Yield	2.161	2.230	2.425	2.653
	Var. Semanal	6	4	3	3
	Var. YTD	8	8	6	6
	Yield	4.279	4.412	4.598	4.811
	Var. Semanal	-5	-5	-3	-1
	Var. YTD	4	3	3	3
	Yield	2.204	2.329	2.904	3.495
	Var. Semanal	8	6	4	4
	Var. YTD	-4	9	6	5

		2Y	5Y	10Y	30Y
	Yield	2.270	2.306	2.406	2.211
	Var. Semanal	5	2	2	3
	Var. YTD	8	6	4	5
	Yield	4.117	4.074	4.095	3.961
	Var. Semanal	-3	-4	-4	-3
	Var. YTD	3	3	2	3

		1m	3m	6m	12m
	Spot	2.792	2.731	2.554	2.448
	Var. YTD	-5	2	-1	-1
	Spot	4.315	4.294	4.242	4.165
	Var. YTD	-2	-1	-1	-1

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Main	56.8	0.7	-1.6
Crossover	306.9	-0.9	-2.1
Financieiras			
Sénior	63.4	1.3	-0.6
Subordinadas	63.7	1.8	-0.4

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
	1.03	-1.2	-0.5
EUR / GBP	0.83	-0.1	0.3
GBP / USD	1.24	-1.1	-0.8
EUR / CHF	0.94	-0.5	-0.3
USD / CNY	7.32	0.3	0.3
USD / JPY	157.17	-0.4	-0.1
EUR / NOK	11.71	-1.2	-0.6
USD / BRL	6.19	-0.2	0.2
EUR / AOA	948.74	-1.4	-0.7

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

Redução de *stocks* conduz a subida do preço do gás natural na Europa.

- O gás natural na Europa subiu 4% na última semana, para o nível mais elevado dos últimos 14 meses. Esta evolução reflecte o aumento de procura e a redução dos *stocks*. O ouro prossegue o movimento de valorização.
- A expectativa de um Fed menos agressivo na descida dos juros de referência penalizou o desempenho do mercado accionista dos EUA na recta final do ano de 2024, em contraste com o comportamento tradicional deste período.

## Commodities

## Gás natural na Europa inicia 2025 em alta.

Na última semana, a cotação do gás natural na Europa subiu 4%, ascendendo ao nível mais elevado dos últimos 14 meses. Esta evolução reflecte o aumento de procura e a redução dos *stocks* (para cerca de 70% da capacidade, vs. 86% há um ano). Esta situação foi agravada pelo encerramento, pela Ucrânia, no final de Dezembro, do gasoduto que ainda fornecia gás natural proveniente da Rússia a alguns países europeus (com destaque para a Eslováquia e, indirectamente, a Áustria, entre os mais penalizados). O ouro prossegue a trajectória de valorização (USD 2646/onça), depois de ter avançado 27% no ano de 2024. Os metais industriais permanecem penalizados pela debilidade da indústria na China.

## Acções

## Acções recuperam após final de ano negativo.

O ajustamento do mercado à expectativa de um Fed menos agressivo na descida dos juros de referência ao longo dos próximos meses conduziu a uma deterioração do sentimento dos investidores, penalizando o desempenho dos principais índices americanos. O final do ano de 2024 acabou, assim, por ser mais desfavorável que o historicamente observado em períodos semelhantes no passado. Desde 6ª feira, contudo, assistiu-se a uma recuperação, com o sentimento dos investidores impulsionado por indicadores de actividade favoráveis e pela reeleição do Republicano Mike Johnson como *Speaker* da Câmara dos Representantes, lida como um sinal de que a política orçamental (incluindo novos estímulos) não será bloqueada pela ala conservadora do Partido Republicano. Já no início desta semana, o sentimento dos investidores nos EUA e Europa beneficiou de rumores sobre uma política de tarifas mais benigna que o esperado por parte da Administração Trump.

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
	212	0.5	-0.4
Chemicals	1171	-1.2	-1.4
Health Care	1096	0.2	0.4
Retail	436	-0.7	-0.7
Telecoms	231	0.9	0.9
Oil & Gas	347	4.7	3.6
Utilities	390	2.4	1.9
Technology	811	-0.8	0.0
Insurance	413	0.8	0.7
Autos	539	-2.2	-2.3
Industry	882	-0.1	0.1

	SPOT	Var. Semanal	3/1/2025 Var. YTD
	76.5	3.2	2.5
WTI	74.0	4.8	3.1
Gás Natural (EUA)	3.4	-0.9	-7.7
Gás Natural (Europa)	49.6	4.0	1.5
Ouro	2 640.2	0.7	0.6
Cobre	8 876.5	-1.2	1.2
Alumínio	2 493.5	-2.5	-2.3
Índice CRB Metals	1 028.7	-0.8	-0.3
Milho	450.8	-0.7	-1.7
Trigo	529.3	-3.2	-4.0
Soja	991.8	0.2	-1.9
Café	318.7	-1.2	-0.3
Cacau	11 238.0	11.0	-3.7
Índice CRB Food	530.0	1.3	0.1

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
	42732	-0.6	0.4
S&P 500	5 942	-0.5	1.0
Nasdaq	19 622	-0.5	1.6
Russell 2000	2 268	1.1	1.7
Euro Stoxx 600	508	0.2	0.1
PSI	6 445	1.1	1.1
IBEX 35	11 652	1.0	0.5
FTSE MIB	34 128	-0.1	-0.2
DAX	19 906	-0.4	0.0
CAC 40	7 282	-1.0	-1.3
FTSE 100	8 224	0.9	0.6
Nikkei 225	39 895	-1.0	0.0
Bovespa	118 533	-1.4	-1.5
Shanghai Composite	3 211	-5.6	-4.2
Hang Seng China	19 760	-1.6	-1.5
MSCI World (EUR)	371	0.8	1.4
MSCI Emergentes	212	0.5	-0.4

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
	16.1	1.1	-7.0
VSTOXX	16.9	4.0	-0.5

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
	4675	-0.7	1.4
Health Care	1621	0.0	1.0
Financials	809	-0.3	0.6
Communications	347	-0.3	1.4
Consumer Discretionary	1852	-1.5	1.1
Industry	1124	-0.4	0.7
Consumer Staples	851	-1.4	-0.3
Energy	668	3.2	1.9
Utilities	392	1.3	1.8
Real Estate	257	0.6	0.3
Materials	524	-2.1	-1.1

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


**Payrolls terão recuado nos EUA. Inflação terá voltado a subir na Zona Euro.**

- Fed divulga as minutas da última reunião de política monetária, na qual anunciou um *hawkish cut*. Nos EUA, espera-se a divulgação de um recuo nos *payrolls* em Dez. Taxa de desemprego (4.2% da pop. activa) estável em 4.2%.
- Na Zona Euro, inflação (IPC) terá subido em Dez, de 2.2% para 2.4% YoY. *Core* estável em 2.7%. Na China, estimam-se registos de inflação em Dez de 0.2% YoY (IPC) e -2.5% YoY (IPP).

## Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Jan. 06	Encomendas à indústria – mensal (%)	Nov.	-0.3	-0.4	0.2
	Jan. 07	Saldo da balança comercial (USD mil milhões)	Nov.	-78.2		-73.8
	Jan. 07	JOLTS Job Openings (milhares)	Nov.	7745		7744
	Jan. 07	Índice ISM Serviços (pontos)	Dez.	53.5		52.1
	Jan. 08	Fed divulga minutas da última reunião de política monetária				
	Jan. 09	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Jan. 04	216		211
	Jan. 10	Criação de emprego não-agrícola (milhares)	Dez.	160		227
	Jan. 10	Taxa de desemprego (% da população activa)	Dez.	4.2		4.2
	Jan. 10	Remuneração média horária – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.3 / 4.0		0.4 / 4.0
	Jan. 10	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Jan. E	73.9		74.0
Zona Euro	Jan. 06	Índice PMI Serviços (pontos)	Dez. F	51.4	51.6	49.5
	Jan. 06	Índice PMI Compósito (pontos)	Dez. F	49.5	49.6	48.3
	Jan. 07	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez. E	0.4 / 2.4		-0.3 / 2.2
	Jan. 07	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Dez. E	2.7		2.7
	Jan. 07	Taxa de desemprego (% da população activa)	Nov.	6.3		6.3
	Jan. 08	Índice de sentimento económico (pontos)	Dez.	95.6		95.8
	Jan. 09	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.3 / -		-0.5 / 1.9
Alemanha	Jan. 06	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez. E	0.3 / 2.4	0.4 / 2.6	-0.2 / 2.2
	Jan. 08	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.5 / 2.5		-0.5 / 4.8
	Jan. 08	Encomendas à indústria – mensal / homóloga (%)	Nov.	-0.2 / 3.0		-1.5 / 5.7
	Jan. 09	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.5 / -4.5		-1.0 / -4.5
	Jan. 09	Exportações – mensal (%)	Nov.	2.0		-2.8
Portugal	Jan. 09	Saldo da balança de bens (EUR milhões)	Nov.	-		-2535
China	Jan. 09	IPC – homóloga (%)	Dez.	0.1		0.2
	Jan. 09	IPP – homóloga (%)	Dez.	-2.5		-2.5
Brasil	Jan. 10	Inflação IPCA – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.6 / 4.9		0.4 / 4.9

## Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Dez. 31	Índice S&P/CS de preços da habitação – homóloga (%)	Out.	4.1	4.2	4.6
	Jan. 02	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Dez. 28	221	211	220 (r+)
	Jan. 03	Índice ISM Manufacturing (pontos)	Dez.	48.2	49.3	48.4
Zona Euro	Jan. 02	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Dez. F	45.2	45.1	45.2
Espanha	Dez. 30	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez. E	0.2 / 2.6	0.4 / 2.8	0.2 / 2.4
	Dez. 30	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Nov.	-	3.8 / 8.8	-2.5 / 4.5 (r+)
	Dez. 30	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Nov.	-	-3.5 / -2.2	3.4 / 4.7 (r+)
Portugal	Dez. 30	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez. E	-	0.1 / 3.0	-0.2 / 2.5
	Dez. 31	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Dez.	50.2	50.1	50.3
	Dez. 31	Índice PMI Non-Manufacturing (pontos)	Dez.	50.2	52.2	50.0
China	Jan. 02	Índice Caixin PMI Manufacturing (pontos)	Dez.	51.7	50.5	51.5

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 3.1% 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. Para o conjunto de 2024, espera-se um crescimento em torno de 1.7%, vs. 2.5% em 2023,.

**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, sobretudo a nível *core*. Preços nos serviços mantêm subidas relativamente elevadas. Riscos de pressões inflacionistas numa 2ª presidência de Trump.

**ZONA EURO** Inflação subiu em Nov'24, de 2% para 2.2% YoY, estimando-se nova subida em Dez. *Core* estável em 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 3.9% e nos bens industriais ex-energia em 0.7%. Espera-se descida em 2025.

**PORTUGAL** Inflação subiu de 2.5% para 3% YoY em Nov'24. *Core* subiu de 2.6% para 2.8% YoY. Preços da energia e da alimentação não processada subiram 4.9% YoY e 3.4% YoY, respectivamente. Inflação média fechou 2024 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*, com a sinalização de uma fasquia mais elevada para cortes futuros. Mercado atenuou expectativas de cortes em 2025, antecipando 1 a 2 descidas de 25 bps.

**ZONA EURO** BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set, Out e Dez'24 e deixou de ver necessidade de política restritiva. Mercado espera mais 5-6 cortes até final de 2025. Riscos enviesados no sentido de política expansionista. 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 a partir de Out. Yield a 10Y num range 4.55%-4.6% desde 2H Dez'24.

**ZONA EURO** Subida da *yield* do Bund a 10 anos acima de 2.6% até Jun'24. Descida a partir daí, para valores em torno de 2%-2.2%, reflectindo o quadro de baixo crescimento e deterioração do *outlook*. Tendência de subida desde 4Q'24, para ~2.4%, acompanhando os Treasuries. Riscos sobre o *spread* soberano de França. *Spreads* da periferia contidos.

## MACRO VIEWS (2/2)



## CÂMBIOS

**EUA** Dólar com tendência de apreciação desde o 4Q'24, com robustez da economia dos EUA, redução das expectativas de cortes de juros pelo Fed, subida das *yields* dos Treasuries, melhor desempenho do mercado accionista e “efeito Trump”.

**ZONA EURO** Tendência de depreciação desde 4Q'24, com desempenho fraco da economia europeia, receios sobre França, BCE mais *dovish* e ganhos do USD.

**REINO UNIDO** Após um máximo anual em Set'24 (~GBP/USD 1.34), libra com tendência de depreciação face ao USD desde o 4Q'24, com melhor desempenho da economia dos EUA e Fed mais *hawkish*.

**CHINA** Tendência de depreciação face ao USD desde o 4Q'24, com sinais de robustez da economia dos EUA, “efeito Trump”, persistência de problemas no sector imobiliário, cortes de taxas directoras e perspectiva de novos estímulos.



## 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	12.12.2024	-25	3.00	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>	31.07.2024	+15	0.25	0.25	0.50	0.75
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	11.12.2024	+100	12.25	14.00	14.50	14.50

Câmbio	3 meses		12 meses			
	3/1/2025	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.030	-0.5	1.03	1.03	1.02	1.05
EUR / GBP	0.829	0.3	0.82	0.83	0.83	0.85
EUR / JPY	161.86	-0.6	159.65	160.82	147.90	158.64
EUR / CHF	0.936	-0.3	0.94	0.93	0.98	0.92
EUR / PLN	4.270	-0.2	4.30	4.30	4.30	4.41
EUR / AUD	1.658	-0.9	1.61	1.66	1.55	1.69
USD / JPY	157.17	-0.1	155.00	155.53	145.00	151.06
GBP / USD	1.242	-0.8	1.26	1.24	1.23	1.24
USD / BRL	6.185	0.2	6.00	6.29	6.10	6.70
EUR / BRL	6.370	-0.3	6.18	6.50	6.22	7.04

## 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	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
<b>Mundo</b>	<b>104 476.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>8.6</b>	<b>6.7</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>				
EUA	26 949.6	1.9	2.9	2.7	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	4.8	4.4	1.9	0.2	0.3	1.0	5.6	5.2	5.1	5.1
Japão	4 230.9	1.2	1.7	0.3	1.1	2.5	3.3	2.2	2.0	2.6	2.6	2.5	2.5
<b>União Europeia</b>	<b>18 351.1</b>	<b>3.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.6</b>	<b>9.3</b>	<b>6.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>15 478.4</b>	<b>3.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>
Alemanha	4 429.8	1.4	-0.3	0.0	0.8	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	1.1	5.9	5.7	2.3	1.6	7.3	7.4	7.4	7.2
Itália	2 186.1	4.7	0.7	0.7	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	2.9	2.1	8.3	3.4	2.8	1.9	13.0	12.2	11.6	11.2
Portugal	276.4	7.0	2.5	1.7	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	2.9	3.0	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	7.0	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 (2023 <sup>E</sup> , USD, PPP)	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
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
<b>União Europeia</b>	<b>56 974.8</b>	<b>83.9</b>	<b>82.1</b>	<b>82.7</b>	<b>83.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>59 316.4</b>	<b>89.9</b>	<b>87.8</b>	<b>88.1</b>	<b>88.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
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	94.5	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.

# 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

**Tiago Lavrador**

tiago.lavrador@novobanco.pt

**Catarina Silva**

catarina.silva@novobanco.pt

## 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

novobanco

DTF – DEPARTAMENTO DE TESOURARIA E FINANCEIRO

Research Económico

Campus novobanco

Avenida Doutor Mário Soares, Taguspark

Edifício 1, Piso 2C

2740-119 Porto Salvo

Portugal