

- Recentemente, o mercado reforçou as expectativas de descida da inflação e dos juros nos EUA e na Europa.
- Mas resiliência da economia dos EUA (*payrolls* fortes), estímulos à actividade na China, tensões geopolíticas, proteccionismos, despesa e dívida públicas elevadas, as transições energética e digital e as descidas dos juros...
- ...poderão alimentar pressões “reflacionistas” na economia mundial (com crescimento ou com recessão), levando a descidas de taxas directoras menos acentuadas do que o descontado no mercado. Algo terá que ceder.

“Reflação” no horizonte...?

Recentemente, o mercado passou a esperar cortes agressivos das taxas directoras...

As últimas semanas foram marcadas por uma forte revisão em baixa das expectativas do mercado para a evolução das taxas directoras dos principais bancos centrais, reflectindo receios de arrefecimento da actividade económica e o recuo das pressões inflacionistas. O mercado chegou a antecipar 75 bps de cortes pelo Fed até final do ano. Na Zona Euro, passaram a ser descontados plenamente mais 50 bps de descida dos juros pelo BCE este ano. O ritmo e a extensão de cortes esperados em 2025 subiram, passando a admitir-se descidas para níveis expansionistas. Na Zona Euro, o mercado espera agora cortes de 25 bps em todas as reuniões, levando os juros de referência para níveis em torno de 1.5% até final de 2025.

...mas alguns desenvolvimentos sugerem uma possível “reflação” a médio prazo...

Mas como conjugar estas expectativas com os seguintes desenvolvimentos recentes? (i) Nos EUA, foi conhecida uma criação de emprego muito acima do esperado em Set (254 mil, vs. 159 mil em Ago), acompanhada de revisões em alta dos registos de Jul e Ago (+72 mil). A taxa de desemprego recuou de 4.2% para 4.1% da população activa e a remuneração média horária acelerou para 4% YoY. Perante a resiliência da economia americana, o mercado atenuou as expectativas de descidas dos juros pelo Fed e a *yield* do Treasury 10Y subiu para 4%. O mercado contempla, de novo, a possibilidade de um *no landing* da economia dos EUA. (ii) Na China, os estímulos monetários e orçamentais apresentados nas últimas semanas – embora com impactos ainda incertos – estão a levar a revisões em alta das projecções de crescimento, ao sinalizarem uma alteração da postura das autoridades no sentido de um maior suporte à procura. (iii) A escalada da guerra no Médio Oriente veio aumentar os receios de ataques a infraestruturas petrolíferas iranianas e os riscos de perturbações no tráfego marítimo de mercadorias na região. O preço do petróleo (Brent) subiu 9% em Out para USD 80/barril. (iv) Uma vitória de Trump nas eleições de Nov nos EUA reforçaria políticas proteccionistas que favorecem a inflação; e, em qualquer cenário (Trump ou Harris), o défice e dívida Federais devem manter-se elevados. Em França, a pressão do mercado deve forçar o Governo a apresentar um Orçamento restritivo; mas, na sua maioria, os Governos europeus deverão ser pressionados a responder com apoios orçamentais ao arrefecimento das economias (por exemplo, pela ameaça do crescimento de partidos populistas/extremistas). (v) Os investimentos na transição energética e digital, o aumento da despesa em Defesa perante riscos geopolíticos acrescidos e a “de-globalização” (incluindo fragmentação de fluxos comerciais e financeiros), favorecem pressões inflacionistas e uma subida da taxa de juro neutral.

...o que poderá levar a descidas de juros menos acentuadas do que o agora esperado.

A não ser que esqueçamos estes factores, ou que eles venham de alguma forma a não se concretizar, é possível ver neles as sementes de pressões “reflacionistas” na economia mundial, seja num quadro de crescimento, seja num quadro de recessão. Ao restringirem a desaceleração dos preços em curso (que, contudo, deve prosseguir no imediato), poderão levar a que as descidas de juros pelos bancos sejam menos acentuadas do que o agora esperado.



A Última Semana

- Nos EUA, *payrolls* subiram de 159 para 254 mil em Set, acima do esperado. Jul e Ago revistos em +72 mil. Taxa de desemprego recuou de 4.2% para 4.1%.
- Nos EUA, ISMs de Set sinalizam queda da indústria e aceleração dos serviços. Powell sugere ritmo gradual de descidas de juros. Expectativas de cortes recuam.
- Na Zona Euro, inflação desceu de 2.2% para 1.8% YoY em Set (ou 2.8% para 2.7% *core*). Lagarde vê BCE a ter em conta evolução favorável na reunião de Out.
- Ataque do Irão a Israel, incursão de Israel no Líbano e ameaça de escalada da guerra no Médio Oriente levam Brent a subir 10.4%, para USD 78.8/barril. Outros impactos, para já, contidos
- Novo PM Ishiba não vê o Japão ainda pronto para novas subidas dos juros. Iene reagiu em queda. *Golden Week* (feriados) na China.



Esta semana

- Nos EUA, estima-se descida da inflação de Set, para 2.3% YoY. *Core* estável em 3.2%. Fed divulga minutas. Confiança dos consumidores terá estabilizado. Bancos abrem *earnings season*.
- Na Alemanha, encomendas e produção industrial ainda em queda. Exportações terão recuado. Na Zona Euro, vendas a retalho terão recuperado em Ago. Em Portugal, Governo submete OE2025 ao Parlamento.

ECONOMIA GLOBAL



Sinais de robustez na economia dos EUA e de arrefecimento na Zona Euro.

- **EUA** O ISM Serviços subiu em Set'24 acima do esperado, sinalizando uma aceleração da actividade neste sector (com uma subida das pressões inflacionistas). A indústria mantém-se em contracção e as empresas em modo de *wait and see*.
- **ZONA EURO** Os preços recuaram 0.1% em Setembro nos Vinte, propiciando uma descida da inflação homóloga para 1.8% (e para 2.7% a nível *core*). Encomendas dirigidas à indústria alemã caíram de forma acentuada em Agosto.
- **FRANÇA** O Primeiro-Ministro apresentou o objectivo de redução do défice orçamental para 5% do PIB em 2025, o que implicará um esforço de EUR 60 mil milhões, repartido entre redução de despesa e aumento de receita via impostos.

EUA: Serviços em expansão, mas empresas em modo de *wait and see*.

O cenário de resiliência da economia americana foi suportado pela divulgação de uma subida inesperada do ISM Serviços de Setembro, de 51.5 para 54.9 pontos, sinalizando uma aceleração da actividade neste sector. Esta evolução é explicada pelo aumento da produção e, também, das novas encomendas. Apesar de uma descida da componente do emprego, as pressões inflacionistas nos serviços são vistas a aumentar, bem como os tempos de entrega dos fornecedores (um sinal de maior actividade). Já na indústria, o ISM continua a sugerir uma actividade em ligeira contracção (incluindo nas componentes de produção, encomendas, *stocks* e emprego) e um claro recuo das pressões inflacionistas. No seu conjunto, estes inquéritos sugerem que as empresas americanas se encontram em modo de *wait and see*, dada a incerteza associada às eleições de Novembro, de onde podem surgir resultados muito distintos ao nível das opções de política económica.

ISM Manufacturing e Serviços (pontos)

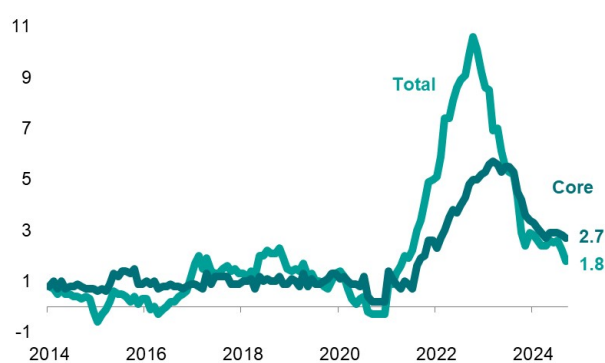


Fonte: Bloomberg.

Zona Euro: Inflação homóloga cai para níveis inferiores a 2%.

Os preços no consumidor recuaram 0.1% no mês de Setembro no conjunto da Zona Euro, propiciando uma descida da taxa de inflação homóloga de 2.2% para 1.8%. Esta evolução resultou essencialmente da queda dos preços da energia (-1.6% MoM e -6% YoY). A alimentação não processada registou, pelo contrário, uma aceleração, para 1.5% YoY. Nos serviços, registou-se uma ligeira desaceleração, de 4.1% para 4%. A nível *core*, a variação homóloga dos preços recuou de 2.8% para 2.7%. A esta evolução benigna dos preços juntaram-se novos sinais de actividade enfraquecida, de que se destaca a quebra das encomendas dirigidas à indústria alemã em Agosto, de 5.8% MoM e 3.9% em termos homólogos. A taxa de desemprego permaneceu inalterada na Zona Euro em Agosto, em 6.4% da população activa.

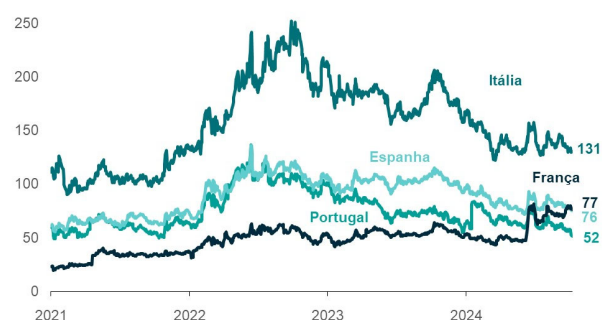
IPC – Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

França: Governo apresenta objectivo de 5% para défice de 2025.

O novo Primeiro-Ministro Michel Barnier apresentou perante o Parlamento o objectivo do seu Governo de redução do défice orçamental de 6.1% este ano para 5% do PIB em 2025, adiando o regresso a um défice de 3% de 2027 para 2029. Atendendo à estimativa do Ministério das Finanças, o défice ascenderia a cerca de 6% em 2025 num cenário de políticas inariantes. Tal compromisso implicará, para o próximo ano, um esforço de EUR 60 mil milhões, repartido entre 40 mil milhões de redução de despesa e 20 mil milhões de aumento de receita (incidindo sobretudo sobre grandes empresas e os indivíduos de rendimentos mais elevados). O OE'25 será apresentado esta semana. A preocupação com as contas públicas francesas mantém o *spread* das *yields* das OATs a 10 anos face à Alemanha acima dos de Portugal e Espanha.

Spreads face à *yield* do Bund a 10 anos (bps)

Fontes: Bloomberg, novobanco.

ECONOMIA PORTUGUESA

Taxa mensal de desemprego recuou para 6.4%. Governo apresenta OE2025.

- A taxa mensal de desemprego recuou, em Agosto, de 6.5% para 6.4% da população activa. O emprego aumentou 0.2% MoM e 0.9% YoY, mas diminuiu 0.1% face a Maio, 3 meses antes, muito em linha com a evolução da população activa.
- Governo entregará proposta do OE 2025 ao Parlamento na 5ª feira, 10 Out. Apesar da incerteza, admite-se a projecção de um excedente orçamental de 0.2%-0.3%. A dívida pública recuou, em Ago'24, para EUR 273.7 mil milhões.

Taxa mensal de desemprego recuou para 6.4% em Agosto.

A taxa mensal de desemprego recuou, em Agosto, de 6.5% para 6.4% da população activa, atingindo assim um registo semelhante ao observado 3 meses antes e 1 ano antes. O emprego mantém uma evolução relativamente estável/positiva, tendo aumentado 0.2% MoM e 0.9% YoY, mas diminuído 0.1% face a Maio, 3 meses antes. Estes registos são muito próximos dos observados na evolução da população activa, que aumentou 0.2% MoM e 1% YoY, recuando 0.1% face a Maio. A taxa de actividade atingiu 68.3% em Agosto, marginalmente acima dos registos dos dois meses anteriores. Em suma, a economia portuguesa tem continuado a absorver, em grande medida, o aumento da população activa, o que se traduz na relativa estabilidade da taxa de desemprego. Esperamos, para já, a continuação de uma evolução relativamente estável deste indicador ao longo do próximo ano.

OE 2025 deverá projectar um pequeno excedente.

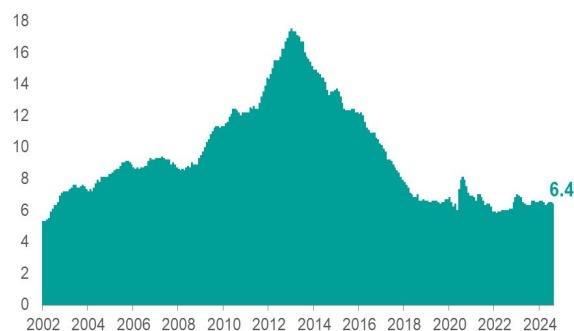
A situação orçamental manter-se-á em foco esta semana, com a *deadline* para a entrega da proposta do OE 2025 pelo Governo ao Parlamento na 5ª feira, 10 Out (o debate na generalidade está previsto para 30-31 Out e a votação final global para 28 Nov). Apesar da incerteza que ainda prevalece, admite-se que será projectado um pequeno excedente orçamental, em torno de 0.2%-0.3% do PIB. Na última semana, soube-se que a dívida pública na óptica de Maastricht recuou, em Agosto, em mil milhões de euros, para EUR 273.7 mil milhões, sobretudo em resultado de reduções dos títulos de dívida de longo prazo e das responsabilidades em depósitos. A dívida pública líquida de activos em depósitos recuou marginalmente, para EUR 257.5 mil milhões.

Principais Indicadores Económicos

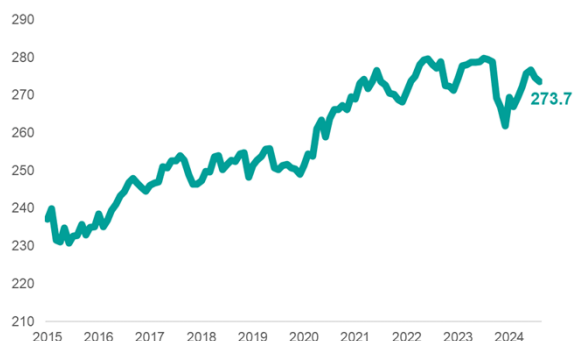
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023 ^E	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.5	2.0	2.0
Consumo Privado	5.5	1.9	2.2	1.3
Consumo Público	1.7	0.6	1.3	1.3
Investimento	3.3	3.6	3.6	5.1
Exportações	17.2	3.5	3.3	3.9
Importações	11.3	1.7	4.1	4.0
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.3	2.0
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.3	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	94.5	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.0	6.5	6.6	6.6
Saldo Externo (% PIB)	-0.2	2.7	3.3	3.5

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

Taxa mensal de desemprego (% população activa)



Evolução mensal da dívida pública (EUR mil milhões)

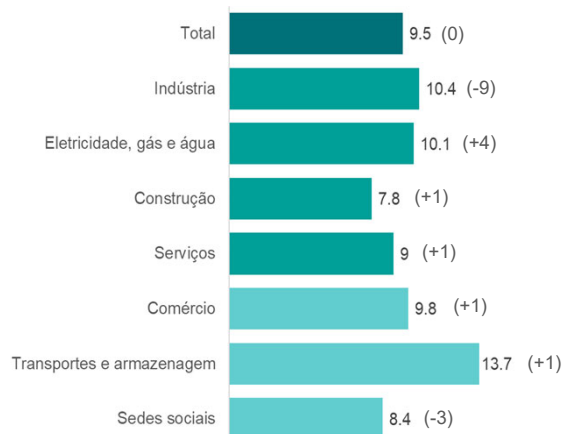


Fontes: INE, Banco de Portugal.

Zoom

Rendibilidade do activo por sector de actividade (%)

(Variação em p.p. vs. 2023)



Fonte: Banco de Portugal.

MERCADOS – Juros e Câmbios


Expectativas de corte de juros pelo Fed recuam de forma expressiva.

- Indicadores de actividade robustos nos serviços e no emprego dos EUA levaram a forte subida das *yields* dos Treasuries nos últimos dias, de forma mais acentuada nos prazos mais curtos. A *yield* do Treasury a 10 anos regressou acima de 4%.
- A diminuição de expectativas de cortes da *target rate* dos *fed funds* conduziu à apreciação do dólar, de 2.1% em termos efectivos na semana. Iene e libra foram particularmente penalizados (também com declarações de Ishiba e Bailey).

Taxas de Juro

Yield do Treasury a 10 anos supera os 4%.

A semana ficou marcada por um claro movimento de subida das *yields* da dívida norte-americana, mais acentuada nas maturidades mais curtas, a que corresponde uma desvalorização dos respectivos títulos. Assistiu-se, assim, a um achatamento da curva de rendimentos, tendo a taxa do Treasury a 10 anos superado já o patamar de 4% no início desta semana. Para esta evolução contribuiu a divulgação de alguns indicadores que revelaram um dinamismo superior ao esperado, de que se destacou a forte melhoria do índice ISM para o sector dos serviços e a evolução benigna do mercado de trabalho no mês de Setembro. Neste contexto, subiram de forma evidente as expectativas para os níveis dos juros de referência do Fed nos próximos meses. Em particular, deixou de ser antecipada a hipótese de um corte de 50 bps na reunião de 7 de Novembro, estando um movimento de 25 bps antecipado com uma probabilidade de 88%. Na Zona Euro, as taxas da dívida exibiram também um movimento de subida, mas não se alteraram as expectativas para a actuação do BCE, que deverá voltar a descer os juros nas reuniões de Outubro e de Dezembro.

Câmbios

Dólar aprecia com indicadores fortes nos EUA.

A acentuada diminuição de expectativas de cortes da *target rate* dos *fed funds* e a consequente subida dos juros de mercado nos EUA conduziu a um fortalecimento do dólar na passada semana, de 2.1% em termos efectivos. Em contraste, o euro foi penalizado pela debilidade da actividade e pela diminuição de pressões inflacionistas na Zona Euro, bem como pelos comentários de responsáveis do BCE, com destaque para Lagarde, Schnabel, de Galhau (Banco de França) e Kazaks (Banco da Letónia), que sugerem – no caso dos dois últimos, explicitamente – o anúncio de um corte dos juros de referência já na próxima reunião de 17 de Outubro.

A libra foi penalizada pelos comentários do Governador do Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, sugerindo que o ritmo de descida da *Bank Rate* poderia vir a ser mais agressivo. A divisa britânica recuou, assim, de GBP/USD 1.338 para cerca de 1.308. Merece referência a depreciação do iene, de 4.4% face ao dólar e de 2.7% face ao euro na semana, com a divisa japonesa pressionada por declarações do novo Primeiro-Ministro Ishiba, defendendo cautela na subida dos juros de referência. Neste contexto, a cotação USD/JPY passou de 142.5 para cerca de 148.2 no início desta semana.

		4/10/2024			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	2.203	2.071	2.210	2.492
	Var. Semanal	13	12	8	3
	Var. YTD	-20	12	19	23
EUA					
	Yield	3.922	3.804	3.967	4.250
	Var. Semanal	36	30	22	15
	Var. YTD	-33	-4	9	22
Portugal					
	Yield	2.204	2.226	2.738	3.448
	Var. Semanal	7	5	4	-4
	Var. YTD	-25	-4	8	13

		2Y	5Y	10Y	30Y
SWAPS					
Europa					
	Yield	2.421	2.343	2.432	2.287
	Var. Semanal	11	12	7	0
	Var. YTD	-38	-9	-6	-5
EUA					
	Yield	3.727	3.488	3.497	3.426
	Var. Semanal	37	29	20	13
	Var. YTD	-34	-4	2	11

M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
Euribor					
	Spot	3.270	3.250	3.046	2.688
	Var. YTD	-58	-66	-82	-83
SOFR USD					
	Spot	4.846	4.584	4.281	3.866
	Var. YTD	-51	-75	-88	-91

CRÉDITO	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
iTraxx (EUR)			
Main	58.4	1.5	-0.3
Crossover	311.8	1.5	-0.6
Financeiras			
Sénior	66.1	0.0	-2.2
Subordinadas	66.1	0.0	-2.2

CÂMBIOS	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
EUR / USD	1.10	-1.7	-0.9
EUR / GBP	0.84	0.3	-3.6
GBP / USD	1.31	-2.0	2.8
EUR / CHF	0.94	0.3	1.4
USD / CNY	7.01	0.0	-1.3
USD / JPY	148.94	4.5	5.8
EUR / NOK	11.69	-0.3	4.4
USD / BRL	5.46	0.4	12.5
EUR / AOA	1002.84	-5.7	8.3

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



Geopolítica e tarifas sobre eléctricos na UE suplantam bons dados macro.

- A intensificação do conflito no Médio Oriente fomentou uma subida expressiva das cotações de *crude*. O ouro fechou a semana com um ligeiro recuo de 0.2%, mas permaneceu perto do máximo histórico.
- O sector automóvel continua sob pressão na Europa, depois de a União Europeia ter aprovado o alargamento da tarifa às importações de carros eléctricos chineses, para 45%. Energéticas acompanharam a subida dos preços do *crude*.

Commodities

Médio Oriente continua a impulsionar preços do petróleo.

A intensificação do conflito no Médio Oriente – com o ataque de Teerão a Israel de dia 1 (através do envio de 220 mísseis) e com os investidores a recearem que as forças israelitas atinjam instalações de petróleo iranianas em retaliação – fomentou uma subida expressiva das cotações de *crude* no mercado. O movimento prossegue esta 2ª feira, levando o Brent a superar os USD 80/barril. Recorde-se que o Irão é responsável por ~4% da oferta total de petróleo a nível mundial. Nos metais, o ouro fechou a semana com um ligeiro recuo de 0.2%, mas permaneceu perto do máximo histórico. O cobre recuou 0.4%, com o encerramento do mercado chinês (*Golden Week*) a manter o volume transaccionado em baixo.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	4/10/2024 Var. YTD
Brent	78.1	8.4	1.3
WTI	74.4	9.1	3.8
Gás Natural (EUA)	2.9	-1.7	-7.7
Gás Natural (Europa)	41.0	7.5	26.7
Ouro	2 653.6	-0.2	28.6
Cobre	9 943.5	-0.4	16.2
Alumínio	2 653.0	0.2	11.3
Índice CRB Metals	1 102.7	1.1	6.8
Milho	424.8	1.6	-15.6
Trigo	589.8	1.7	-11.8
Soja	1 037.8	-2.6	-16.7
Café	257.4	-4.4	36.7
Cacau	7 069.0	-14.6	79.7
Índice CRB Food	507.8	-1.2	9.1

Acções

Sector automóvel continua sob pressão na Europa.

Apesar de vários indicadores sugerirem uma conjuntura mais benigna para a actividade económica (dados robustos nos EUA, descida da inflação na Zona Euro abaixo dos 2%, etc.), a última semana ficou marcada por perdas significativas no mercado de acções da Europa e por um saldo semanal quase nulo nas praças americanas. O Euro Stoxx 600 desvalorizou 1.8%, com as quedas a serem lideradas pelo sector automóvel (-6.2%). A pressionar estas empresas esteve a deterioração dos *outlooks* pela Stellantis e pela Volkswagen e, posteriormente, a aprovação, pela União Europeia, de uma tarifa adicional às importações de carros eléctricos da China, elevando-a de 10% para 45%. Já nos EUA, o S&P 500 subiu 0.2%, com perdas de 2% nas empresas de *materials*, mas ganhos de 7% na energia, acompanhando a forte valorização dos preços do petróleo. Na China, o mercado accionista esteve encerrado desde terça-feira, por ocasião da *Golden Week*.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	42353	0.1	12.4
S&P 500	5 751	0.2	20.6
Nasdaq	18 138	0.1	20.8
Russell 2000	2 213	-0.5	9.2
Euro Stoxx 600	519	-1.8	8.3
PSI	6 647	-2.4	3.9
IBEX 35	11 659	-2.6	15.4
FTSE MIB	33 594	-3.3	10.7
DAX	19 121	-1.8	14.1
CAC 40	7 541	-3.2	0.0
FTSE 100	8 281	-0.5	7.1
Nikkei 225	38 636	-3.0	15.5
Bovespa	131 792	-0.7	-1.8
Shanghai Composite	3 088	-	3.8
Hang Seng China	22 737	10.2	33.4
MSCI World (EUR)	344	1.1	17.5
MSCI Emergentes	201	-2.4	19.1


VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	19.2	13.3	54.3
VSTOXX	20.3	27.0	49.2

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	201	-2.4	19.1
Chemicals	1322	-2.3	2.0
Health Care	1185	-2.0	11.7
Retail	468	-2.5	16.2
Telecoms	226	-1.4	14.9
Oil & Gas	351	5.1	-1.4
Utilities	401	-3.2	2.1
Technology	824	-1.8	8.4
Insurance	400	-1.8	15.5
Autos	559	-6.2	-11.0
Industry	880	-1.5	13.7

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4381	0.1	29.0
Health Care	1769	-0.9	11.2
Financials	760	1.0	21.3
Communications	319	2.2	29.7
Consumer Discretionary	1590	-1.2	12.1
Industry	1146	0.4	18.8
Consumer Staples	873	-1.6	14.5
Energy	718	7.0	12.2
Utilities	413	1.1	28.3
Real Estate	273	-1.9	8.5
Materials	599	-2.0	11.1

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


Inflação terá recuado nos EUA em Set, mas core estável em 3.2% YoY.

- Nos EUA, espera-se descida da inflação de Set, de 2.5% para 2.3% YoY, mas core estável em 3.2%. Fed divulga minutas da última reunião. Confiança dos consumidores terá estabilizado no início de Outubro. Bancos abrem a *earnings season*.
- Na Zona Euro, vendas a retalho com pequena recuperação em Ago. Na Alemanha, encomendas à indústria e produção industrial ainda em queda. Exportações e importações terão recuado em termos mensais.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Out. 08	Saldo da balança comercial (USD mil milhões)	Ago.	-71.3	-78.8	
	Out. 09	Fed divulga minutas da última reunião de política monetária	Set. 18			
	Out. 10	IPC – mensal / homóloga (%)	Set.	0.1 / 2.3	0.2 / 2.5	
	Out. 10	IPC core – mensal / homóloga (%)	Set.	0.2 / 3.2	0.3 / 3.2	
	Out. 10	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Out. 05	237	225	
	Out. 11	IPP – mensal / homóloga (%)	Set.	0.1 / 1.7	0.2 / 1.7	
	Out. 11	IPP core – mensal / homóloga (%)	Set.	0.2 / 2.7	0.3 / 2.4	
	Out. 11	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Out. E	70.0	70.1	
Zona Euro	Out. 07	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.2 / 1.0	0.1 / -0.1	
Alemanha	Out. 07	Encomendas à indústria – mensal / homóloga (%)	Ago.	-2.0 / -1.8	-5.8 / -3.9	3.9 / 4.6 (r+)
	Out. 08	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.8 / -3.8		-2.4 / -5.3
	Out. 09	Exportações – mensal (%)	Ago.	-1.0		1.9
	Out. 09	Importações – mensal (%)	Ago.	-3.5		5.5
Portugal	Out. 10	Saldo da balança de bens (EUR milhões)	Ago.	-		-2085
Brasil	Out. 09	Inflação IPCA – mensal / homóloga (%)	Set.	0.5 / 4.4		0.0 / 4.2

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Out. 01	Índice ISM Manufacturing (pontos)	Set.	47.5	47.2	47.2
	Out. 02	Estimativa ADP criação de emprego sector privado (milhares)	Set.	125	143	103 (r+)
	Out. 03	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Set. 28	221	225	219 (r+)
	Out. 03	Encomendas à indústria – mensal (%)	Ago.	0.1	-0.2	4.9 (r-)
	Out. 03	Índice ISM Serviços (pontos)	Set.	51.7	54.9	51.5
	Out. 04	Criação líquida de emprego não-agrícola (milhares)	Set.	150	254	149 (r+)
	Out. 04	Taxa de desemprego (% da população activa)	Set.	4.2	4.1	4.2
	Out. 04	Remuneração média horária – mensal / homóloga (%)	Set.	0.3 / 3.8	0.4 / 4.0	0.5 / 3.9 (r+)
Zona Euro	Out. 01	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Set. F	44.8	45.0	45.8
	Out. 01	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	0.0 / 1.8	1.8	0.1 / 2.2
	Out. 01	IPC core – homóloga (%)	Set. E	2.7	2.7	2.8
	Out. 02	Taxa de desemprego (% da população activa)	Ago.	6.4	6.4	6.4
	Out. 03	Índice PMI Serviços (pontos)	Set. F	50.5	51.4	52.9
	Out. 03	IPP – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.5 / -2.3	0.6 / -2.3	0.7 / -2.2
Alemanha	Set. 30	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	0.1 / 1.7	0.0 / 1.6	-0.1 / 1.9
França	Out. 04	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.5 / -1.9	1.4 / 0.5	0.2 / -1.2 (r+)
Portugal	Set. 30	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	-	1.3 / 2.1	-0.3 / 1.9
	Set. 30	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Ago.	-	1.3 / 5.2	-0.2 / 1.9 (r+)
China	Out. 01	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Ago.	-	0.2 / -1.6	-0.8 / -3.9
	Set. 30	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Set.	49.4	49.8	49.1
	Set. 30	Índice PMI Non-Manufacturing (pontos)	Set.	50.4	50.0	50.3
Japão	Out. 01	Índice Tankan de confiança empresarial (pontos)	3 T	12	13	13

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

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL Robustez do mercado de trabalho nos EUA desafia expectativas de arrefecimento. Novos estímulos reanimam *outlook* da China. Crescimento fraco na Zona Euro. Actividade industrial em contracção e serviços em desaceleração. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2024 (cenário central de *soft landing*, mas riscos de recessão).

EUA PIB subiu 3% QoQ anualizado no 2Q'24 (1.4% no 1Q), com crescimento relativamente robusto da procura interna incluindo no caso do consumo privado. Expectativa de abrandamento em 2025 (*soft landing*).

ZONA EURO PIB cresceu 0.2% QoQ no 2Q'24, vs. 0.3% no 1Q. Indicadores recentes acentuam quadro de arrefecimento da actividade (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego mantém-se baixo.

PORTUGAL PIB cresceu 0.2% QoQ e 1.6% YoY no 2Q'24 (0.6% QoQ e 1.4% YoY no 1Q). Variação trimestral suportada pela melhoria do investimento, enquanto o consumo privado desacelerou. Economia cresceu 2.5% em 2023, vs. 7% em 2022. Em 2024, espera-se um crescimento em torno de 1.7%-2%.

CHINA PIB cresceu 0.7% QoQ e 4.7% YoY no 2Q'24 (vs. 1.6% QoQ e 5.3% YoY no 1Q). Preocupações com o crescimento levaram autoridades a anunciar novos estímulos de política. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



INFLAÇÃO

EUA Inflação tem recuado desde Abril'24. Preços nos serviços *core* com sinais de alguma persistência e crescimento próximo de 5% YoY, impedindo uma descida mais rápida da inflação. Bens *core* com inflação negativa.

ZONA EURO Inflação recuou em Set'24, de 2.2% para 1.8% YoY. *Core* desceu 2.8% para 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 4% e nos bens industriais ex-energia em 0.4%. Espera-se continuação gradual (mas não linear) de descida.

PORTUGAL Inflação subiu de 1.9% para 2.1% YoY em Set'24, subindo para 2.8% YoY a nível *core*. Preços da energia em queda e da alimentação não transformada em desaceleração. Inflação média recuou de 2.3% para 2.2%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em Set'24, com um corte de 50 bps, para 4.75%-5%, ainda que defendendo a robustez da economia americana. Mercado atenuou expectativas de cortes até ao final do ano, com dados robustos do mercado de trabalho. Vemos cortes graduais a prosseguirem em 2024 e 2025.

ZONA EURO BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set'24, aliviando a restritividade monetária. Mantém-se postura cautelosa e *data dependent*. Mercado acentuou expectativa de cortes e espera mais 50 bps em 2024. No âmbito do novo quadro operacional, taxa refi reduzida em 60 bps, para 3.65% (corredor de 15 bps vs. DFR).

REINO UNIDO Banco de Inglaterra cortou a *Bank rate* em 25 bps em Ago'24, para 5%, sugerindo uma postura cautelosa no ciclo de alívio dos juros. A defesa desta postura gradual e cautelosa foi reforçada na reunião de Set'24. Mercado antecipa um corte adicional de 25 bps até final do ano, seguido de outro no 1Q'25.



JUROS DE MERCADO

EUA Forte recuo da *yield* do Treasury a 10 anos em Nov-Dez'23, com arrefecimento da actividade e antecipação de expectativa de cortes de taxas directoras. Subida em 2024 até Maio, 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. Recuperação para 4% em Out'24, com robustez do mercado de trabalho.

ZONA EURO *Yield* do Bund a 10 anos com oscilações em 2024. Subida acima de 2.6% até Junho. Descida a partir daí, para ~2.1%, 1º acompanhando os Treasuries e, depois, reflectindo o quadro de baixo crescimento. Ligeira subida em Out'24, para 2.2%. Pressão sobre o *spread* soberano de França, com incerteza política e orçamental. Contágio à periferia contido.

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

EUA Ganho do dólar na 1ª metade do ano (beneficiando da subida das *yields* dos Treasuries e do estatuto de activo de refúgio). Depreciação desde Jun'24 revertida em Out'24, reflectindo redução das expectativas de cortes de juros pelo Fed.

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. Persistência de problemas no sector imobiliário e cortes de taxas directoras mantêm pressão em baixa sobre divisa chinesa.



RISCOS

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

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

ZONA EURO Inflação mais alta e persistente, política monetária restritiva, instabilidade financeira, reavaliação de activos (e.g. habitação), com condições financeiras restritivas. Impactos da guerra na Ucrânia e no Médio Oriente na oferta e preços da energia. Disrupção na oferta de gás natural. Incerteza política, com subida de forças euro-cépticas (França, Alemanha).

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



CENÁRIO OPTIMISTA

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

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



CENÁRIO PESSIMISTA

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

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

O presente documento tem como único objetivo disponibilizar informação obtida a partir de diversas fontes, incluindo meios de informação especializados, fontes oficiais e outras consideradas credíveis e fidedignas. As opiniões e previsões emitidas não vinculam o novobanco, não podendo o novobanco, por isso, ser responsabilizado, em qualquer circunstância, por erros, omissões ou inexactidões 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)	(%)	Out. 2024	Dez. 2024	Mar. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.09.2024	-50	4.75-5.00	4.75-5.00	4.25-4.50	4.00-4.25
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	12.09.2024	-25	3.50	3.25	3.00	2.50
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	01.08.2023	-25	5.00	5.00	4.75	4.50
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	31.07.2024	+15	0.25	0.25	0.25	0.25
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	18.09.2024	+25	10.75	10.75	11.25	11.50

Câmbio	3 meses				12 meses	
	4/10/2024	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.096	-0.9	1.10	1.10	1.12	1.11
EUR / GBP	0.836	-3.6	0.85	0.84	0.85	0.85
EUR / JPY	163.23	4.7	159.50	161.87	151.20	159.16
EUR / CHF	0.942	1.4	0.96	0.94	0.98	0.92
EUR / PLN	4.318	-0.6	4.30	4.35	4.35	4.45
EUR / AUD	1.613	-0.4	1.62	1.62	1.60	1.64
USD / JPY	148.94	5.8	145.00	147.11	135.00	142.97
GBP / USD	1.312	2.8	1.29	1.31	1.32	1.31
USD / BRL	5.457	12.5	5.50	5.52	5.40	5.80
EUR / BRL	5.986	11.5	6.05	6.08	6.05	6.46

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 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P
Mundo	104 476.4	3.5	3.1	3.1	3.2	8.7	6.9	5.8	4.9				
EUA	26 949.6	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
União Europeia	18 351.1	3.6	0.5	1.5	2.1	9.3	6.5	3.7	2.4	7.0	7.0	7.0	6.8
Zona Euro	15 478.4	3.4	0.5	0.9	1.5	8.4	5.4	2.9	2.3	6.7	6.5	6.7	6.6
Alemanha	4 429.8	1.9	-0.3	0.6	1.2	8.7	6.2	2.7	2.1	3.1	3.0	3.0	2.9
França	3 049.0	2.5	0.9	0.8	1.2	5.9	5.7	2.7	2.2	7.3	7.2	7.4	7.5
Itália	2 186.1	3.9	0.7	0.7	1.2	8.7	6.1	2.6	2.3	8.1	7.6	7.8	7.6
Espanha	1 582.1	5.8	2.5	1.4	2.0	8.3	3.5	3.7	2.3	12.9	12.0	12.0	11.8
Portugal	276.4	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	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
	(2023 ^E , USD, PPP)	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023 ^P	2024 ^P	2025 ^P
EUA	80 412.4	119.8	120.9	123.8	127.1	-4.0	-7.8	-7.0	-7.0	-3.8	-3.1	-3.0	-3.1
China	23 308.8	77.1	82.4	87.2		-6.5	-6.6	-6.7	-6.7	2.2	1.6	1.1	1.3
Japão	52 119.6	245.6	244.8	244.8	243.8	-5.8	-5.2	-4.4	-3.3	1.8	3.4	3.8	4.0
União Europeia	56 974.8	85.2	84.0	83.0	82.0	-3.3	-3.4	-2.7	-2.4	1.1	2.4	2.5	2.6
Zona Euro	59 316.4	92.7	92.2	93.1	93.5	-3.6	-3.3	-2.9	-2.6	1.4	3.1	3.0	3.1
Alemanha	66 037.8	66.2	66.1	66.9	67.0	-2.5	-2.2	-1.6	-0.9	4.4	6.7	6.9	6.9
França	58 765.1	111.8	112.1	114.8	117.1	-4.8	-4.9	-4.9	-4.6	-2.0	-0.7	-0.9	-1.0
Itália	54 259.0	141.6	141.4	141.4	140.5	-8.0	-5.4	-4.2	-3.6	-1.5	-0.2	0.3	0.8
Espanha	50 471.7	111.6	107.7	110.1	110.0	-4.7	-3.6	-3.2	-3.1	0.6	2.5	1.4	1.2
Portugal	45 227.0	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.

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