

13 a 19 de Janeiro de 2025

- Nos EUA, forte criação de emprego e recuo da taxa de desemprego sugerem pausa do Fed nos cortes de juros.
- Desaceleração sem recessão, convergência dos juros de referência para níveis neutrais, desempenhos divergentes entre economias e riscos de fragmentação da economia global devem marcar 2025, no cenário base.
- Mas este *outlook* encontra-se sujeito a níveis extremamente elevados de incerteza. Vários desenvolvimentos políticos e geopolíticos, muito difíceis de antecipar, abrem um amplo leque de potenciais resultados na economia.

## Payrolls fortes nos EUA elevam expectativas sobre juros.

**Nos EUA, mercado de trabalho ainda aquecido sugere pausa do Fed nos cortes de juros.**

A economia dos EUA criou, em Dezembro, 256 mil empregos, acima do esperado e dos 227 mil de Novembro, e acima da média mensal de 2024, de 186 mil. A taxa de desemprego recuou de 4.2% para 4.1% da população activa e a remuneração média horária desacelerou apenas marginalmente, de 4% para 3.9% YoY. Embora os ganhos não tenham sido generalizados por sector, estes registos sugerem uma economia ainda relativamente “aquecida” e uma pausa do Fed no processo de descida dos juros de referência, na próxima reunião, no final de Janeiro. O mercado reviu em baixa a expectativa de número de cortes de juros de referência pelo Fed em 2024 (para 1 movimento a partir do Set/Out, e com alguns investidores a considerarem já a possibilidade de nenhum corte, ou até de subidas). Este quadro traduziu-se numa penalização do mercado accionista (“boas notícias são más notícias”) e alimentou receios mais gerais de impactos negativos no crescimento global e de possível penalização, pelos mercados, de economias com maiores desequilíbrios orçamentais.

**Num cenário base, espera-se uma desaceleração global em 2025, sem recessão...**

Mantemos, contudo, o nosso *outlook* para 2025. Neste *outlook*, definimos como temas centrais (i) a expectativa de desaceleração da actividade global (com os efeitos desfasados das políticas monetárias restritivas); (ii) a ausência de recessões nas principais economias, dadas as baixas taxas de desemprego, a situação relativamente favorável dos balanços das empresas e das famílias e (na Zona Euro) a “almofada” ainda existente da poupança excedentária; (iii) a intenção de os bancos centrais levarem as taxas de juro directoras para os seus níveis neutrais; (iv) as divergências entre o crescimento, as pressões inflacionistas e as políticas monetárias das diferentes economias (e.g. EUA vs. China vs. Europa); e (v) os riscos de fragmentação da economia mundial, associados, por exemplo, a possíveis “guerras comerciais”.

**...mas factores políticos incertos abrem um amplo leque de potenciais resultados.**

Mas é importante ter sempre presente que este *outlook* se encontra sujeito a níveis elevados de incerteza. O ano de 2025 será marcado por desenvolvimentos políticos e geopolíticos difíceis de antecipar. Na semana passada, vimos algumas ilustrações da imprevisibilidade associada a uma futura Administração Trump e à execução do seu programa económico. Rumores de que uma política de tarifas mais moderada estaria a ser preparada geraram impactos no mercado, mas foram depois desmentidos pelo próprio Trump. Mais tarde, Trump ameaçou, implicitamente, a soberania do Canadá, Panamá e Dinamarca, com pretensões de anexação dos respectivos territórios (no 2º caso, defendendo o controlo do Canal do Panamá; e, no 3º caso, referindo-se à “necessidade vital” de anexação do território autónomo da Gronelândia, com um importante posicionamento geoestratégico e potencial económico, por exemplo ao nível do transporte de mercadorias e de recursos minerais críticos). Outros desenvolvimentos políticos incertos prendem-se com os resultados das eleições na Alemanha e, possivelmente, em França; e com as guerras na Ucrânia e no Médio Oriente. Da evolução destes factores políticos resulta um leque alargado de potenciais resultados na economia e nos mercados.



### A Última Semana

- EUA criaram 256 mil empregos em Dez (vs. 227 mil em Nov), acima do esperado. Taxa de desemprego caiu para 4.1%.
- Nos EUA, expectativas de inflação em máximos de 2008. ISM de Dez sugere aceleração da actividade e preços nos serviços. Trump ameaça soberania do Canadá, Panamá e Dinamarca.
- *Yields* dos Treasuries e USD pressionados em alta. Mercado adiou para Out'25 expectativa de 1º corte dos juros pelo Fed.
- Receios com situação orçamental do Reino Unido levam *yields* dos Gilts 10Y a máximos desde 2008 e libra a mínimos desde 2023.
- Na Zona Euro, inflação (IPC) subiu em Dez, de 2.2% para 2.4% YoY. *Core* estável em 2.7%. Na China, inflação (IPC) caiu de 0.2% para 0.1% YoY em Dez.



### Esta semana

- Nos EUA, inflação (IPC) terá subido de 2.7% para 2.9% YoY. *Core* estável em 3.3% YoY. Vendas a retalho resilientes.
- Inflação do R.Unido terá subido de 2.6% para 2.7% YoY em Dez.
- Produção industrial da Zona Euro terá caído 1.8% YoY em Dez. PIB da Alemanha terá caído 0.2% em 2024, após -0.3% em 2023.
- PIB da China terá crescido 1.6% QoQ e 4.9% YoY no 4Q'24. Ligeira retoma das exportações e vendas a retalho em Dez.

## ECONOMIA GLOBAL



## Sinais de inflação persistente penalizam confiança.

- **EUA** Os indicadores continuam a sinalizar uma actividade robusta e relativamente “aquecida”. O ISM de Dez sugeriu uma aceleração da actividade e preços nos serviços. As expectativas de inflação dos consumidores subiram em Janeiro.
- **ZONA EURO** A inflação homóloga subiu de 2.2% para 2.4% em Dezembro, uma evolução esperada e que ilustra que a trajectória de descida da inflação não é linear, encontrando-se sujeita a oscilações e interrupções.
- **REINO UNIDO** Intensificaram-se as preocupações em torno da situação orçamental do Reino Unido, tendo ocorrido uma desvalorização acentuada da dívida pública, com subida das respectivas *yields*. A libra caiu também de forma clara.

## EUA: Expectativas de inflação dos consumidores subiram em Janeiro.

A economia americana manteve, na última semana, a tendência dos últimos meses, com a maioria dos indicadores a sinalizar uma actividade ainda robusta e relativamente “aquecida”. Em Dez, o mercado de trabalho surpreendeu, com uma criação de emprego acima do esperado (ver Capa). No mesmo mês, o ISM Serviços subiu de 52.1 para 54.1 pontos, também acima das expectativas, sugerindo uma aceleração da actividade no sector, suportada pelas componentes de produção e novas encomendas. O maior destaque foi, contudo, a subida da componente dos preços, de 58.2 para 64.4 pontos (i.e. aceleração). Esta evolução foi acompanhada por uma maior demora nos fornecimentos, um factor indicativo de maior procura e actividade. Já em Janeiro, a confiança dos consumidores (medida pela Universidade de Michigan) recuou, com a melhoria da avaliação das condições actuais a ser mais que contrariada por um aumento das expectativas de inflação.

## Zona Euro: Inflação homóloga subiu para 2.4% em Dezembro.

A estimativa do Eurostat aponta para um aumento mensal dos preços no consumo de 0.4% no mês de Dezembro, liderado pela energia e pelos serviços. A taxa de inflação homóloga terá subido de 2.2% para 2.4%, o que, embora tenha correspondido às expectativas, ilustra que a trajectória de descida da inflação para o nível desejado de 2% não é linear, encontrando-se sujeita a oscilações e interrupções. A inflação *core* manteve-se inalterada em 2.7%, pelo 4º mês consecutivo. Na Alemanha, os indicadores conhecidos para a actividade revelaram um tom genericamente negativo, destacando-se a queda das novas encomendas dirigidas à indústria em Dezembro, de 5.4% MoM e 1.7% YoY. Será na 4ª feira conhecida a estimativa de evolução da economia alemã em 2024, podendo ter sofrido uma ligeira contracção, após a queda de 0.3% em 2023.

## Reino Unido: Contas públicas preocupam investidores.

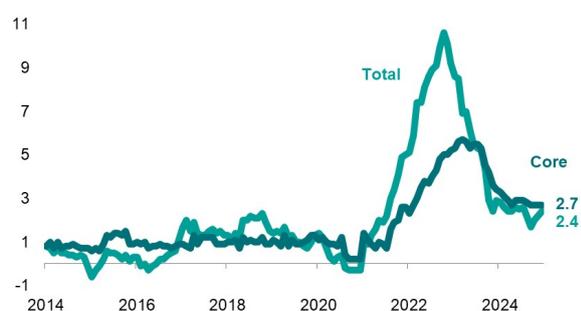
Intensificaram-se ao longo da passada semana as preocupações em torno da situação orçamental do Reino Unido, tendo ocorrido uma desvalorização acentuada da dívida pública britânica, com subida das respectivas *yields*. A *yield* do Gilt a 10 anos situa-se em torno de 4.89%, nível mais elevado desde Agosto de 2008. A libra caiu também de forma clara. O carácter abrupto dos movimentos agora observados faz alguns recordarem a crise de 2022, aquando da apresentação do Orçamento pelo Governo de Liz Truss. São muitas as vozes que apelam à apresentação de medidas de redução de despesa e aumento de receita públicas pelo actual Governo do Partido Trabalhista, que possam responder aos receios do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública do Reino Unido.

## Criação líquida de emprego (milhares) e taxa de desemprego (% pop. activa)



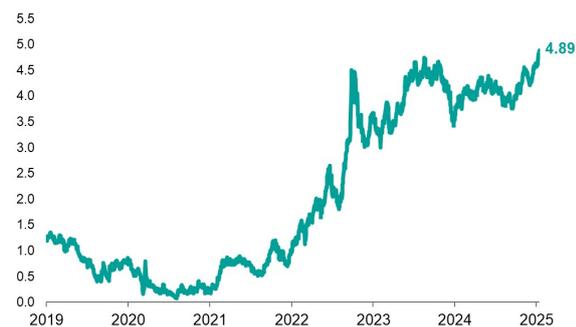
Fonte: Bloomberg.

## IPC – Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

## Yield do Gilt a 10 anos (%)



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA

## Confiança sobe nos serviços e construção, mas recua no consumo.

- O indicador de sentimento económico apurado pela CE manteve-se estabilizado em Dez, com uma ligeira deterioração da confiança dos consumidores a ser compensada por uma melhoria do sentimento dos empresas nos serviços e construção.
- Em Nov, a taxa mensal de desemprego subiu de 6.6% para 6.7% da população activa (vs. 6.6% em Jan'24). O aumento da população activa (+1.4% YoY) continua a ser largamente absorvido pelo emprego (+1.3% YoY).

### Confiança recua nos consumidores, mas aumenta nos serviços.

O indicador de sentimento económico apurado pela Comissão Europeia manteve-se estabilizado em Dezembro (acima da média de longo prazo), com uma ligeira deterioração da confiança dos consumidores a ser compensada por uma melhoria do sentimento das empresas nos sectores dos serviços, do retalho e da construção. A confiança na indústria manteve-se, também, relativamente estabilizada. Do lado positivo, destaca-se o facto de as expectativas de procura/novas encomendas terem aumentado na indústria e nos serviços. No 1º caso, observa-se também uma subida das expectativas de emprego. Do lado dos consumidores, regista-se uma deterioração das expectativas a 12 meses para a economia e para a situação financeira do agregado, bem como um aumento da inflação esperada no mesmo período. Esta evolução é parcialmente mitigada por uma avaliação claramente positiva das intenções de compra presentes (e em subida) e por uma relativa estabilização das expectativas de compras a 12 meses.

### Taxa mensal de desemprego subiu de 6.6% para 6.7% em Novembro.

Em Novembro, a taxa mensal de desemprego subiu marginalmente, de 6.6% para 6.7% da população activa (o que compara com 6.6% em Janeiro de 2024). De notar, contudo, que o aumento da população activa (+1.4% YoY e relativamente estável em termos mensais), em grande medida associado a fluxos de imigração, continua a ser largamente absorvido pelo emprego (+1.3% YoY e também relativamente estável MoM). O tema da escassez de mão de obra mantém-se relevante, merecendo destaque o facto de os custos do factor trabalho na construção terem ainda aumentado 8.1% YoY em Novembro.

### Principais Indicadores Económicos

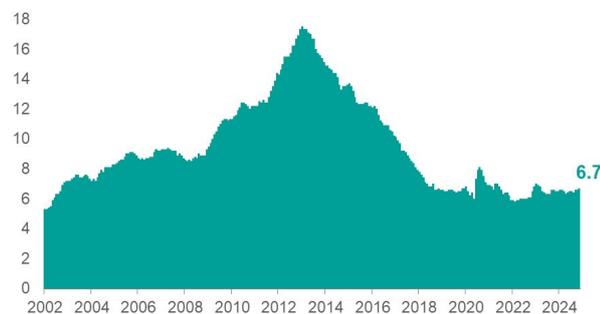
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
PIB	7.0	2.5	1.7	2.3
Consumo Privado	5.5	1.9	1.8	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.4	1.7
Investimento	3.3	3.6	3.9	7.9
Exportações	17.2	3.5	3.6	2.5
Importações	11.3	1.7	4.6	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% 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.

### Indicadores de confiança empresarial e no consumo (S.R.E.)



### Taxa mensal de desemprego (% população activa)



Fontes: CE, INE.

### Zoom

#### Custos de Construção de Habitação Nova (% YoY)



Fonte: INE

## MERCADOS – Juros e Câmbios

Emprego forte nos EUA impulsiona *yields* e dólar.

- As últimas sessões têm sido caracterizadas por uma intensificação da subida das *yields* da dívida dos EUA e Europa, com desvalorização dos respectivos títulos. Reduziram-se de forma clara as expectativas de novos cortes dos juros pelo Fed.
- A trajectória de apreciação do dólar acentuou-se, com a cotação em termos efectivos a ascender a máximos desde Novembro de 2022. A libra foi penalizada pelo aumento de receios quanto à evolução da dívida pública do Reino Unido.

## Taxas de Juro

## Desvalorização acentuada da dívida americana e europeia.

Os últimos dias têm ficado marcados por uma intensificação do movimento de subida das *yields* da dívida pública norte-americana, a que corresponde uma acentuada desvalorização dos respectivos títulos. Para esta evolução contribuiu a robustez das condições do mercado de trabalho nos EUA, onde a criação de emprego em Dezembro superou as expectativas, tendo mesmo acelerado face ao mês anterior. Acresce que o índice de confiança da Universidade de Michigan evidenciou uma subida das expectativas de inflação dos consumidores, tanto a curto como a médio/longo prazo. Estes dados vieram somar-se ao tom genericamente *hawkish* das últimas intervenções de membros do Fed, levando a uma clara diminuição das expectativas do mercado quanto a novas descidas dos juros de referência nos EUA (encontra-se agora antecipado apenas um corte de 25 bps em 2025). Apesar de as expectativas para a actuação do BCE se manterem essencialmente inalteradas (esperando-se novas descidas de taxas de referência nas próximas reuniões), o movimento de subida de *yields* estendeu-se à Zona Euro, com a taxa do Bund a 10 anos a elevar-se a 2.62% no início desta semana.

## Câmbios

## Libra sofre forte queda. Cotação EUR/USD cai para 1.02.

A correcção das expectativas do mercado para a actuação do Fed – com a redução dos movimentos de corte dos juros ao longo dos próximos meses – levou a uma intensificação do movimento de apreciação do dólar. A divisa norte-americana atinge, assim, em termos efectivos, o nível mais forte desde Novembro de 2022. A cotação EUR/USD recua para cerca de 1.020 no início desta semana, com a divergência clara das expectativas para a evolução dos juros de referência nos EUA e na Zona Euro. O dólar avançou também em relação ao iene, apesar da aceleração salarial observada no Japão no final de 2024, que poderá vir a reforçar a necessidade de o Banco do Japão elevar a sua taxa de juro de referência. Por seu turno, o renminbi permanece pressionado pela relativa debilidade da actividade e evolução dos preços na China.

Merece destaque a depreciação da libra esterlina, particularmente penalizada pelo aumento de receios dos investidores relativamente à evolução e sustentabilidade da dívida pública do Reino Unido. A libra perdeu, neste contexto, 1.6% face ao dólar e 1.1% face ao euro na passada semana, movimento que prossegue no início desta semana, com a cotação EUR/GBP a superar já o patamar de 0.84.

		10/1/2025			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Alemanha</b>					
	Yield	2.284	2.379	2.595	2.790
	Var. Semanal	12	15	17	14
	Var. YTD	20	23	23	19
<b>EUA</b>					
	Yield	4.379	4.574	4.759	4.947
	Var. Semanal	10	16	16	14
	Var. YTD	14	19	19	17
<b>Portugal</b>					
	Yield	2.327	2.492	3.037	3.638
	Var. Semanal	12	16	13	14
	Var. YTD	8	25	19	19

		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>SWAPS</b>					
<b>Europa</b>					
	Yield	2.398	2.465	2.558	2.327
	Var. Semanal	13	16	15	12
	Var. YTD	20	22	20	17
<b>EUA</b>					
	Yield	4.227	4.252	4.273	4.100
	Var. Semanal	11	18	18	14
	Var. YTD	14	21	20	17

		1m	3m	6m	12m
<b>M. MONETÁRIO</b>					
<b>Euribor</b>					
	Spot	2.839	2.766	2.641	2.564
	Var. YTD	-1	5	7	10
<b>SOFR USD</b>					
	Spot	4.303	4.287	4.245	4.178
	Var. YTD	-3	-2	-1	0

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>CRÉDITO</b>			
<b>iTraxx (EUR)</b>			
Main	58.3	2.7	1.0
Crossover	314.5	2.5	0.3
Financeiras			
Sénior	65.1	2.7	2.1
Subordinadas	65.2	2.5	2.1

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>CÂMBIOS</b>			
EUR / USD	1.02	-0.5	-1.0
EUR / GBP	0.84	1.1	1.4
GBP / USD	1.22	-1.6	-2.4
EUR / CHF	0.94	0.3	-0.1
USD / CNY	7.33	0.2	0.5
USD / JPY	157.67	0.3	0.2
EUR / NOK	11.74	0.3	-0.4
USD / BRL	6.11	-1.3	-1.0
EUR / AOA	943.11	-0.6	-1.3

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



## Preço do petróleo impulsionado por novas sanções dos EUA à Rússia.

- Os preços do petróleo iniciam a semana em alta, após um avanço de 4% na passada semana, depois de os EUA terem implementado novas sanções ao sector petrolífero russo. O Brent ascende a USD 81/barril, nível mais alto em 5 meses.
- A redução de perspectivas de cortes dos juros de referência pelo Fed penalizou de forma clara o sentimento dos investidores nos mercados accionistas. Nos EUA, o índice S&P 500 anulou o ganho que registava desde o início do ano.

### Commodities

#### Petróleo ascende a máximos dos últimos 5 meses.

A última semana ficou marcada por uma subida de cerca de 4% dos preços do petróleo, que prossegue no início desta semana, com o barril de Brent a superar USD 81 em Londres, depois de os EUA (ainda sob a Administração Biden) terem implementado um novo conjunto de sanções às petrolíferas russas. Esta medida deverá levar as empresas de refinação da China e da Índia a terem que procurar fornecedores alternativos. O gás natural na Europa avançava mais de 5% no início desta semana, depois da descida de 9% da última semana, com a expectativa de descida dos *stocks*. A generalidade dos metais e das matérias-primas agrícolas valorizou na semana, com excepção do cacau, que perdeu 5.9%.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	10/1/2025 Var. YTD
Brent	79.8	4.2	6.9
WTI	76.6	3.5	6.8
Gás Natural (EUA)	4.0	18.9	9.8
Gás Natural (Europa)	45.0	-9.3	-7.9
Ouro	2 689.8	1.9	2.5
Cobre	9 091.5	2.4	3.7
Alumínio	2 571.5	3.1	0.8
Índice CRB Metals	1 060.1	3.1	2.7
Milho	470.5	4.4	2.6
Trigo	530.8	0.3	-3.8
Soja	1 025.3	3.4	1.5
Café	323.9	1.6	1.3
Cacau	10 570.0	-5.9	-9.5
Índice CRB Food	518.2	-2.2	-2.1

### Acções

#### Expectativas para actuação do Fed penalizam sentimento.

O ajustamento das expectativas para a actuação do Fed ao longo deste ano – em particular, a redução de perspectivas de cortes dos juros de referência –, num quadro de robustez do mercado de trabalho e de ausência de avanços significativos na descida da inflação, penalizou o sentimento dos investidores. Nos EUA, os principais índices encerraram a sessão de 6ª feira com perdas expressivas, tendo o S&P 500 anulado o ganho que registava desde o início do ano. Deve também salientar-se o sentimento negativo dos investidores em relação à economia chinesa, potencialmente uma das mais prejudicadas pela política comercial da futura Administração Trump. Os índices Shanghai Composite e Hang Seng recuam mais de 5% desde o início do ano. Apesar de um desempenho mais favorável na semana, os índices europeus foram também penalizados pela subida das *yields*. Este movimento de queda prolongava-se esta 2ª feira, na Europa e nos EUA.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	41938	-1.9	-1.4
S&P 500	5 827	-1.9	-0.9
Nasdaq	19 162	-2.3	-0.8
Russell 2000	2 189	-3.5	-1.8
Euro Stoxx 600	512	0.7	0.8
PSI	6 300	-2.2	-1.2
IBEX 35	11 721	0.6	1.1
FTSE MIB	35 090	2.8	2.6
DAX	20 215	1.6	1.5
CAC 40	7 431	2.0	0.7
FTSE 100	8 248	0.3	0.9
Nikkei 225	39 190	-1.8	-1.8
Bovespa	118 856	0.3	-1.2
Shanghai Composite	3 169	-1.3	-5.5
Hang Seng China	19 064	-3.5	-5.0
MSCI World (EUR)	366	-1.2	0.2
MSCI Emergentes	215	1.6	1.3

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	19.5	21.1	12.6
VSTOXX	18.2	7.6	7.1

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	215	1.6	1.3
Chemicals	1166	-0.4	-1.9
Health Care	1117	1.9	2.3
Retail	423	-3.1	-3.8
Telecoms	229	-0.7	0.2
Oil & Gas	349	0.8	4.4
Utilities	374	-4.2	-2.4
Technology	829	2.2	2.3
Insurance	407	-1.3	-0.6
Autos	549	1.9	-0.4
Industry	891	1.1	1.2

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4530	-3.1	-1.7
Health Care	1629	0.5	1.5
Financials	787	-2.7	-2.1
Communications	344	-0.7	0.7
Consumer Discretionary	1809	-2.3	-1.2
Industry	1113	-1.0	-0.3
Consumer Staples	835	-1.9	-2.2
Energy	674	0.9	2.9
Utilities	384	-2.0	-0.2
Real Estate	246	-4.1	-3.8
Materials	525	0.1	-1.0

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 subido nos EUA. Sinais de estabilização na China.**

- Nos EUA, inflação (IPC) terá subido de 2.7% para 2.9% YoY. Core estável em 3.3% YoY. Vendas a retalho resilientes. Inflação do Reino Unido terá subido de 2.6% para 2.7% YoY em Dez.
- Produção industrial da Zona Euro terá caído 1.8% YoY em Dez. PIB da Alemanha terá caído 0.2% em 2024, após -0.3% em 2023. PIB da China terá crescido 4.9% YoY no 4Q'24. Ligeira retoma das exportações e vendas a retalho em Dez.

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

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Jan. 14	IPP – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.4 / 3.5		0.4 / 3.0
	Jan. 14	IPP core – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.3 / 3.8		0.2 / 3.4
	Jan. 15	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.3 / 2.9		0.3 / 2.7
	Jan. 15	IPC core – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.2 / 3.3		0.3 / 3.3
	Jan. 16	Vendas a retalho – mensal (%)	Dez.	0.6		0.7
	Jan. 16	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Jan. 11	210		201
	Jan. 17	Início de novas construções – mensal (%)	Dez.	2.0		-1.8
	Jan. 17	Produção industrial – mensal (%)	Dez.	0.3		-0.1
Zona Euro	Jan. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.3 / -1.8		0.0 / -1.2
Alemanha	Jan. 15	PIB – Anual (%)	2024 E	-0.2		-0.3
Portugal	Jan. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Dez.	-		0.3 / 1.1
Reino Unido	Jan. 15	IPC – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.4 / 2.7		0.1 / 2.6
	Jan. 16	PIB – mensal (%)	Nov. E	0.2		-0.1
China	Jan. 13	Exportações – homóloga (%)	Dez.	7.5	10.7	6.7
	Jan. 13	Importações – homóloga (%)	Dez.	-1.0	1.0	-3.9
	Jan. 17	PIB – trimestral / homóloga (%)	4 T	1.6 / 4.9		0.9 / 4.8

**Indicadores e eventos económicos mais recentes**

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.	-78.3	-78.2	-73.6 (r+)
	Jan. 07	JOLTS Job Openings (milhares)	Nov.	7740	8098	7839 (r+)
	Jan. 07	Índice ISM Serviços (pontos)	Dez.	53.5	54.1	52.1
	Jan. 08	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Jan. 04	215	201	211
	Jan. 10	Criação de emprego não-agrícola (milhares)	Dez.	165	256	212 (r-)
	Jan. 10	Taxa de desemprego (% da população activa)	Dez.	4.2	4.1	4.2
	Jan. 10	Remuneração média horária – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.3 / 4.0	0.3 / 3.9	0.4 / 4.0
	Jan. 10	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Jan. E	74.0	73.2	74.0
	Zona Euro	Jan. 06	Índice PMI Serviços (pontos)	Dez. F	51.4	51.6
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	0.4 / 2.4	-0.3 / 2.2
Jan. 07		IPC core – homóloga (%)	Dez. E	2.7	2.7	2.7
Jan. 08		Índice de sentimento económico (pontos)	Dez.	95.6	93.7	95.6 (r-)
Alemanha	Jan. 09	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.3 / 1.7	0.1 / 1.2	-0.3 / 2.1 (r+)
	Jan. 08	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.5 / 2.5	-0.6 / 2.3	-0.5 / 4.8
	Jan. 08	Encomendas à indústria – mensal / homóloga (%)	Nov.	-0.2 / 3.0	-5.4 / -1.7	-1.5 / 5.7
	Jan. 09	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Nov.	0.5 / -4.5	1.5 / -2.8	-0.4 / -4.2 (r+)
Portugal	Jan. 09	Saldo da balança de bens (EUR milhões)	Nov.	-	-2502	-2529 (r+)
China	Jan. 09	IPC – homóloga (%)	Dez.	0.1	0.1	0.2

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

## MACRO VIEWS (1/2)



## ACTIVIDADE

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

**EUA** PIB subiu 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 Dez'24, de 2.2% para 2.4% YoY. *Core* estável em 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 4% e nos bens industriais ex-energia em 0.5%. Espera-se descida em 2025.

**PORTUGAL** Inflação subiu de 2.5% para 3% YoY em Dez'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 agora apenas 1 descida 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 ~4 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 desde Out'24, para ~4.8%, com robustez da actividade e inflação persistente.

**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 ~2.6%, 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 Fed mais *hawkish* e receios sobre a situação orçamental do Reino Unido.

**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	10/1/2025		3 meses				12 meses	
	10/1/2025	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward		
EUR / USD	1.025	-1.0	1.03	1.03	1.02	1.04		
EUR / GBP	0.838	1.4	0.82	0.84	0.83	0.86		
EUR / JPY	161.53	-0.8	159.65	160.51	147.90	158.25		
EUR / CHF	0.939	-0.1	0.94	0.93	0.98	0.92		
EUR / PLN	4.265	-0.3	4.30	4.30	4.30	4.41		
EUR / AUD	1.664	-0.5	1.61	1.67	1.55	1.69		
USD / JPY	157.67	0.2	155.00	156.03	145.00	151.47		
GBP / USD	1.222	-2.4	1.26	1.22	1.23	1.22		
USD / BRL	6.106	-1.0	6.00	6.21	6.10	6.60		
EUR / BRL	6.252	-2.1	6.18	6.39	6.22	6.90		

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

País/Região	PIB nominal (2023 <sup>E</sup> , USD Mil Milhões)	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (%população activa)			
		2022	2023	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.

