

17 a 23 de Fevereiro de 2025

- No Domingo 23 Fev, terão lugar as eleições na Alemanha. As sondagens apontam para uma vitória da CDU-CSU, que deverá negociar uma coligação a dois ou a três (com SPD, Verdes e/ou FDP). Resultado da AfD em foco.
- A economia alemã contraiu 0.3% em 2023 e 0.2% em 2024, penalizada por factores conjunturais e estruturais.
- O mercado procurará sinais de alteração da postura orçamental da Alemanha (mais expansionista?); de reformas estruturais (e.g. alívio da carga regulatória) e de mobilização de uma resposta da UE à Rússia e aos EUA.

Alemanha vai a votos, com a UE sob pressão da Rússia e dos EUA.

A CDU-CSU deverá vencer as eleições alemãs e negociar uma coligação de Governo.

No próximo Domingo, terão lugar as eleições legislativas na Alemanha. As sondagens apontam para uma vitória da CDU-CSU, de centro-direita (30%-32%), seguida da AfD (direita nacionalista e populista, com 20%-21%), SPD (social-democratas, 14%-16%), Verdes (13%-14%), Die Linke (esquerda socialista, 6%-7%), BSW (esquerda nacionalista e populista, 4%-5%) e FDP (liberais, 4%, em maior risco de não atingirem o mínimo de 5% para entrada no Bundestag). Assumindo que os partidos *mainstream* continuarão a não admitir envolvimento com o AfD, o principal foco no pós-eleições incidirá sobre as diferentes possibilidades de uma coligação, preferencialmente com dois partidos (e.g. CDU-SPD, CDU-Verdes), à partida mais estável; ou com três partidos (e.g. CDU-SPD-Verdes, CDU-SPD-FDP). As negociações para a formação de um Governo poderão demorar semanas ou meses, devendo focar-se, sobretudo, na estagnação económica, na política orçamental e na guerra da Ucrânia. O principal risco para estes cenários seria um resultado maior que o esperado da AfD, em reacção aos temas da imigração e da estagnação económica. Uma eventual entrada no Governo da AfD (vista como pró-Rússia e pró-Trump), à qual atribuímos uma probabilidade muito baixa, teria efeitos sísmicos na UE/Zona Euro.

Próximo Governo sob forte pressão para responder à estagnação da economia alemã.

A economia alemã contraiu 0.3% em 2023 e 0.2% em 2024; e as projecções oficiais mais recentes apontam para um crescimento apenas marginalmente positivo em 2025. No conjunto da Zona Euro, o crescimento neste período é sempre inferior a 1%. A Zona Euro e, em particular, a Alemanha, continuam a lidar com dificuldades conjunturais (e.g. uma política monetária ainda restritiva, menor procura externa da China) e estruturais. Estas últimas incluem um baixo crescimento da produtividade e problemas de competitividade externa (em parte fruto de níveis de investimento cronicamente insuficientes), tornando a economia vulnerável à maior concorrência da China em bens industriais (e.g. automóveis). A economia europeia é também vista como particularmente vulnerável à eventual imposição de tarifas pelos EUA.

Mercados esperam sinais sobre política orçamental, desregulamentação e Defesa.

Com a UE sob ameaça da Rússia e, agora, sob “ataque” dos EUA (veja-se o discurso do VP J.D. Vance na Conferência de Munique), e com as instituições e acordos multilaterais em que se insere em clara erosão (e.g. OMC, NATO), o mercado procurará, no pós-eleições, sinais de: (i) alteração da postura orçamental da Alemanha, no sentido de uma política mais expansionista (e.g. ajustamentos no *debt brake*, que limita o défice estrutural a 0.35% do PIB; aumento da despesa em Defesa e do investimento em infraestruturas; possíveis estímulos fiscais à procura interna); (ii) reformas estruturais, incluindo o alívio da carga regulatória e, a nível europeu, a abertura a propostas do Relatório Draghi (mercado único de capitais, redução/eliminação de barreiras regulamentares ao comércio intra-UE de bens e serviços); e de (iii) mobilização de uma resposta da UE à pressão da Rússia (via guerra na Ucrânia) e dos EUA (via guerra comercial), através de uma maior integração e coordenação de políticas (económica, comercial, de Defesa), dentro da UE (*coalition of the willing*) e com países terceiros (Reino Unido, Canadá).



A Última Semana

- Trump anuncia tarifas de 25% sobre importações de aço e alumínio e “tarifas recíprocas” gerais (a partir de Abril). Mercado com reacção benigna.
- Nos EUA, inflação subiu em Jan de 2.9% para 3% YoY ou de 3.2% para 3.3% YoY a nível *core*, acima do esperado. Preços no produtor sobem 3.6% YoY *core*. Vendas a retalho caem 0.9% MoM em Jan (+4.2% YoY).
- Chair Powell reafirma, no Congresso, ausência de pressa do Fed em voltar a cortar juros.
- Crescimento do PIB da Zona Euro no 4Q'24 revisto de 0% para 0.1% QoQ. PIB do Reino Unido cresceu 0.1% QoQ e 1.4% YoY, acima do esperado.
- Contactos Trump-Putin e Conferência de Munique geram perplexidades sobre “paz” na Ucrânia e sobre relações EUA-UE. Mas mercado com reacção positiva a eventual fim da guerra.



Esta semana

- Fed divulga minutas da última reunião de política monetária.
- Na Zona Euro, PMIs de Fev devem sugerir indústria ainda em contracção (mas a estabilizar) e crescimento dos serviços estável.
- No Reino Unido, inflação terá subido em Jan para 2.8% YoY, ou para 3.7% a nível *core*.
- No Japão, inflação terá subido de 3.6% para 4% YoY.

ECONOMIA GLOBAL

Inflação persistente nos EUA reforça “falta de pressa” do Fed em cortar juros.

- **EUA (I)** A inflação medida pelo IPC subiu em Jan, de 2.9% para 3% YoY, ou de 3.2% para 3.3% YoY a nível *core*, acima do esperado, mas com alguns sinais positivos. As vendas a retalho caíram 0.9% MoM em Jan, subindo 4.2% YoY.
- **EUA (II)** No seu testemunho semestral ao Congresso dos EUA, o Chair Powell referiu que a actual política monetária é “significativamente menos restritiva” do que antes e reafirmou que o Fed não tem pressa em voltar a reduzir os juros.
- **ZONA EURO** A produção industrial sofreu uma quebra acentuada em Dezembro, de 1.1% MoM e 2% YoY. Este longo período de queda que a indústria europeia atravessa poderá prolongar-se pelo menos durante a primeira metade de 2025.

EUA: Inflação ainda persistente (mas com alguns sinais positivos).

A inflação medida pelo IPC subiu em Janeiro de 2.9% para 3% YoY, ou de 3.2% para 3.3% YoY a nível *core*, acima do esperado. Os preços da energia subiram 1% YoY, após 5 meses de quedas; e registaram-se acelerações nos preços dos carros usados (para 1% YoY) e nos serviços de transportes (para 8% YoY). De referir, ainda, a persistência da inflação nos bens alimentares em 2.5% YoY (em grande medida com os contributos das subidas dos preços dos ovos – com o impacto da gripe das aves – e do café – fruto de problemas na oferta, e.g. Brasil). Os preços do alojamento desaceleraram de 4.6% para 4.4% YoY. Este último registo, em conjunto com uma leitura favorável da evolução do índice de preços no produtor *core* (subiu 3.6% YoY, mas sinalizando uma evolução benigna do deflator do consumo pessoal) alimentaram a expectativa de futura desaceleração dos preços – embora ainda bem acima da meta. As vendas a retalho caíram 0.9% MoM em Janeiro, mas subiram 4.2% YoY.

No seu testemunho semestral ao Congresso dos EUA, o Chair Jerome Powell reafirmou que o Fed não tem pressa em voltar a reduzir os juros de referência. A economia e o mercado de trabalho americanos foram descritos como “fortes”, embora o segundo “não esteja a ser fonte de pressões inflacionistas relevantes” (ainda assim, a inflação é descrita como “algo elevada”). Powell referiu a convicção de que a taxa de juro neutral será actualmente mais elevada do que no passado. Neste contexto, vê a política monetária como “significativamente menos restritiva” do que antes, não havendo necessidade de ajustar o nível dos juros. Powell foi ainda obrigado a lidar com temas políticos, incluindo as tarifas e a imigração (“não cabe ao Fed comentar”; o Fed apenas responderá a efeitos concretos de eventuais políticas, que ainda não se concretizaram), os riscos de excessiva desregulamentação e o *debanking* (negação de serviços bancários por critérios políticos).

Zona Euro: Produção industrial prolonga contracção.

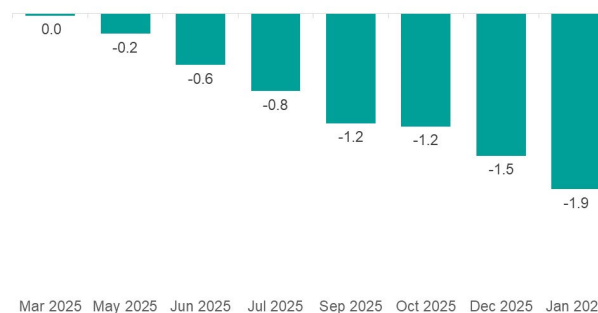
A produção industrial sofreu uma quebra acentuada em Dezembro, de 1.1% face ao mês anterior e de 2% em termos homólogos. Em termos homólogos, a contracção ocorre pelo 20º mês consecutivo, ilustrando o longo período de queda da actividade que a indústria europeia atravessa e que, de acordo com o sinalizado pelos indicadores avançados mais recentes, deverá prolongar-se pelo menos durante a primeira metade de 2025. O crescimento do PIB dos Vinte no 4º trimestre de 2024 foi revisto em alta, de 0% para 0.1% QoQ. Em termos homólogos, o crescimento foi de 0.9% e no conjunto de 2024 manteve-se a estimativa de um crescimento anual de 0.7%. Também o emprego registou um acréscimo de 0.1% QoQ (1.6% em termos homólogos). Esta semana, merece destaque a divulgação dos índices PMI Para Fevereiro (6ªf).

Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

Número de cortes dos juros de referência do Fed esperados pelo mercado



Fonte: Bloomberg.

Produção industrial (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA

Tendência de desaceleração nos serviços. Inflação recua para 2.5% YoY.

- O INE confirmou a descida da inflação (IPC) em Jan, de 3% para 2.5% YoY, com os preços dos bens a aumentarem 1.1% YoY e os dos serviços a subirem 4.5% YoY. A inflação média anual manteve-se inalterada em 2.4%.
- O volume de negócios nos serviços prolongou, em Dez'24, a recente tendência de desaceleração, com um crescimento de 1.6% YoY. Alojamento e restauração, actividades imobiliárias e transportes apresentam os maiores contributos positivos.

Inflação recuou para 2.5% YoY em Jan. Preços nos serviços sobem 4.5%.

O INE confirmou a descida da inflação (IPC) em Janeiro, de 3% para 2.5% em termos homólogos, após uma variação mensal dos preços de -0.5%. A desaceleração é em parte explicada por efeitos de base favoráveis, por um lado associados ao fim do IVA Zero sobre bens alimentares “essenciais” em Janeiro de 2024, por outro lado associados ao aumento de preços da eletricidade no mesmo mês. Os preços da energia e da alimentação não processada desaceleraram assim, respectivamente, de 4.9% para 2.4% YoY e de 3.4% para 1.8% YoY. Mantém-se uma divergência clara entre os bens, com uma inflação de 1.1% YoY, e os serviços, com uma inflação de 4.5% YoY. Por grandes categorias de consumo (ou Classificação do Consumo Individual por Objectivo), destacam-se, em alta, os registos dos Restaurantes e Hotéis (5.6% YoY), Comunicações (5.5%), Lazer, Recreação e Cultura (4%) e Habitação, Água, Electricidade, Gás e Outros Combustíveis (3.5%). Com as menores variações, destacam-se os Acessórios para o Lar e Equipamentos Domésticos (-0.9%), o Vestuário e Calçado (0.55%) e os Produtos Alimentares e Bebidas não Alcoólicas (1.4%). A inflação média anual (12m/12m) manteve-se em 2.4%.

Volume de negócios nos serviços prolonga tendência de desaceleração.

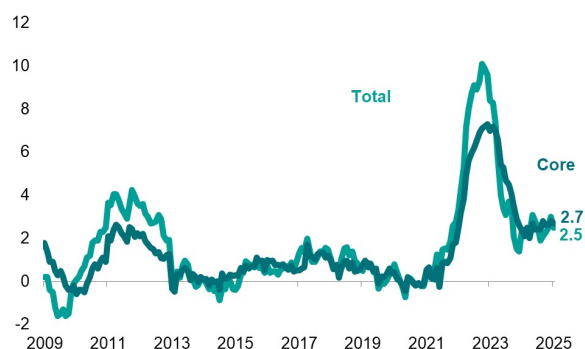
O volume de negócios nos serviços prolongou, em Dez'24, a recente tendência de desaceleração, com um crescimento de 1.6% YoY. As actividades de informação e comunicação e as actividades de consultoria, científicas e técnicas registam contributos negativos para a variação homóloga. O alojamento e restauração, as actividades imobiliárias e os transportes apresentam os maiores contributos positivos.

Principais Indicadores Económicos

var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.5	1.9	2.3
Consumo Privado	5.5	1.9	1.8	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.4	1.7
Investimento	3.3	3.6	3.9	7.9
Exportações	17.2	3.5	3.6	2.5
Importações	11.3	1.7	4.6	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.3	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	95.3	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.1	6.5	6.4	6.4
Saldo Externo (% PIB)	-1.0	1.9	3.6	3.9

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

Taxa de inflação homóloga (%)



Volume de negócios nos serviços (% YoY)



Fonte: INE.

Zoom

Remuneração bruta real mensal média (% YoY)



Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios

Euro e *yields* da dívida da Zona Euro avançam.

- As *yields* da dívida das economias da Zona Euro apresentam um movimento de subida (mais claro nos prazos mais longos), com a expectativa de que os países europeus terão de reforçar o investimento em Defesa.
- A diminuição da aversão ao risco observada na passada semana levou a uma interrupção do movimento de apreciação do dólar. O euro foi por seu turno favorecido pela especulação quanto a um acordo que conduza ao fim da guerra na Ucrânia.

Taxas de Juro

Yields na Europa sobem com perspectiva de maior despesa.

A passada semana ficou marcada por uma subida generalizada de *yields* da dívida das economias da Zona Euro, a que corresponde uma desvalorização dos respectivos títulos. O movimento prolonga-se pelo início desta semana, com a expectativa de que os países europeus terão de reforçar o investimento em Defesa, o que obrigará previsivelmente a um aumento do endividamento público. Neste contexto, as *yields* da dívida alemã ascendem a 2.14% e 2.49% a 2 e a 10 anos. A subida é mais expressiva nos prazos mais longos, resultando num perfil mais inclinado da curva de rendimentos. Nos EUA, após um movimento de subida de *yields*, depois de conhecida a subida mais expressiva que o esperado dos preços no consumidor e no produtor em Janeiro, assistiu-se no final da semana a uma clara descida de taxas, na sequência da divulgação de uma quebra acentuada das vendas a retalho. Assim, as *yields* dos Treasuries a 2 e a 10 anos encerraram a semana em 4.26% e 4.48%, respectivamente. Em relação à actuação do Fed, mantém-se antecipado pelo mercado um novo corte dos juros de referência na totalidade apenas na reunião de Setembro.

Câmbios

Dólar interrompe movimento de apreciação.

O movimento de apreciação do dólar conheceu uma interrupção na passada semana. A contribuir para este recuo da divisa norte-americana esteve o anúncio, por parte do Presidente Trump, de que a imposição de tarifas recíprocas sobre as importações dos EUA ocorrerá apenas após um período de estudo e análise a realizar pela sua Administração, e não de forma imediata. Esta decisão foi acolhida de forma benigna pelo mercado, que vê a possibilidade de um processo negocial que evite um cenário mais negativo para o comércio internacional e o crescimento, assistindo-se a uma redução dos níveis de aversão ao risco.

Por outro lado, o anúncio de que Trump conversou telefonicamente com o Presidente da Rússia, a que se seguiu outro telefonema com o Presidente da Ucrânia, contribuiu adicionalmente para um maior apetite pelo risco e para uma recuperação do euro. Neste contexto, a cotação da moeda única avançou 1.8% na semana, reaproximando-se de EUR/USD 1.05. Refira-se também o avanço do real (para USD/BRL 5.70), beneficiando da diminuição da aversão ao risco associada às tarifas dos EUA.

		14/2/2025			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	2.113	2.225	2.431	2.676
	Var. Semanal	6	7	6	6
	Var. YTD	3	7	6	8
EUA					
	Yield	4.259	4.327	4.476	4.696
	Var. Semanal	-3	-2	-2	0
	Var. YTD	2	-5	-9	-8
Portugal					
	Yield	2.079	2.310	2.874	3.551
	Var. Semanal	6	5	6	8
	Var. YTD	-17	7	3	11

		2Y	5Y	10Y	30Y
SWAPS					
Europa					
	Yield	2.268	2.319	2.416	2.260
	Var. Semanal	9	11	12	15
	Var. YTD	7	7	5	10
EUA					
	Yield	4.112	4.043	4.083	3.985
	Var. Semanal	-2	-2	0	4
	Var. YTD	3	0	1	5


		1m	3m	6m	12m
M. MONETÁRIO					
Euribor					
	Spot	2.604	2.522	2.514	2.438
	Var. YTD	-24	-19	-5	-2
SOFR USD					
	Spot	4.314	4.323	4.311	4.275
	Var. YTD	-2	2	6	10

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CRÉDITO			
iTraxx (EUR)			
Main	51.2	-5.2	-11.3
Crossover	278.5	-4.3	-11.1
Financeiras			
Sénior	56.2	-5.2	-11.9
Subordinadas	56.1	-5.8	-12.2

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CÂMBIOS			
EUR / USD	1.05	1.8	1.5
EUR / GBP	0.83	0.1	0.8
GBP / USD	1.26	1.7	0.7
EUR / CHF	0.94	0.4	0.4
USD / CNY	7.25	-0.5	-0.6
USD / JPY	152.30	0.4	-3.2
EUR / NOK	11.66	0.4	-1.0
USD / BRL	5.70	-1.9	-7.7
EUR / AOA	967.41	1.6	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



Acções europeias voltam a ter melhor desempenho que as dos EUA.

- O ouro prosseguiu, na passada semana, a trajetória de valorização, atingindo um novo máximo de USD 2942/onça. O gás natural na Europa caiu 9%, com a perspectiva de aproximação de uma eventual pausa na guerra na Ucrânia.
- O bom desempenho dos mercados accionistas europeus na semana ampliou o diferencial face à *performance* do mercado dos EUA desde o início do ano. O índice Euro Stoxx atinge novos máximos no arranque desta semana.

Commodities

Ouro renova máximo histórico.

O ouro prosseguiu, na passada semana, a trajetória de valorização associada à maior incerteza geopolítica, tendo registado um novo máximo de USD 2942/onça, a que corresponde uma valorização de cerca de 10% desde o início do ano. Merece destaque a descida de 9% da cotação do gás natural na Europa, para o nível mais baixo das últimas 3 semanas. Para tal evolução contribuiu por um lado a melhoria das condições climáticas mas também os avanços dados pela Administração Trump no sentido da procura de uma solução para a guerra na Ucrânia, que poderia conduzir à reabertura de pelo menos parte dos fornecimentos de gás russo.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	14/2/2025 Var. YTD
Brent	74.7	0.1	0.1
WTI	70.7	-0.4	-1.4
Gás Natural (EUA)	3.7	12.6	20.2
Gás Natural (Europa)	50.7	-9.0	3.7
Ouro	2 882.5	0.8	9.8
Cobre	9 477.0	0.7	8.1
Alumínio	2 637.5	0.4	3.4
Índice CRB Metals	1 102.7	4.0	6.8
Milho	508.8	1.6	9.2
Trigo	613.5	3.0	9.1
Soja	1 052.8	-1.2	3.0
Café	407.4	2.7	29.4
Cacau	10 325.0	2.1	-6.5
Índice CRB Food	533.5	2.4	0.8

Acções

Acções europeias renovam máximos.

A última semana ficou marcada por um bom desempenho dos mercados accionistas europeus, ampliando o diferencial que exhibe face à *performance* do mercado dos EUA desde o início do ano. O facto de a Administração Trump não avançar no imediato para novas tarifas sobre as importações, levando primeiro a cabo uma análise exaustiva de todas as taxas aplicadas pelos parceiros comerciais dos EUA contribuiu para uma redução da aversão ao risco a nível global. Acresce que a especulação em torno de um potencial processo negocial que conduza ao fim da guerra da Ucrânia favoreceu sobretudo as acções europeias e, em particular, as alemãs. Merece destaque a divulgação de fortes resultados e vendas no 4º trimestre de 2024 pela Nestlé e pela Hermès. O índice Euro Stoxx 600 volta a valorizar no início desta semana, renovando o respectivo máximo. Na Ásia, o Hang Seng avançou 7%, reflectindo o crescente optimismo nos desenvolvimentos em IA na China.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	44546	0.5	4.7
S&P 500	6 115	1.5	4.0
Nasdaq	20 027	2.6	3.7
Russell 2000	2 280	0.0	2.2
Euro Stoxx 600	552	1.8	8.8
PSI	6 654	2.2	4.3
IBEX 35	12 956	2.1	11.7
FTSE MIB	37 978	2.5	11.1
DAX	22 513	3.3	13.1
CAC 40	8 179	2.6	10.8
FTSE 100	8 732	0.4	6.8
Nikkei 225	39 149	0.9	-1.9
Bovespa	128 219	2.9	6.6
Shanghai Composite	3 347	1.3	-0.2
Hang Seng China	22 620	7.0	12.8
MSCI World (EUR)	379	0.1	3.6
MSCI Emergentes	246	1.9	15.6

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	14.8	-10.7	-14.9
VSTOXX	15.9	-4.7	-6.6

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	246	1.9	15.6
Chemicals	1296	4.3	9.1
Health Care	1156	-1.4	5.9
Retail	466	3.4	6.0
Telecoms	247	0.9	8.0
Oil & Gas	366	1.9	9.3
Utilities	382	-0.9	0.0
Technology	903	3.8	11.3
Insurance	440	0.3	7.3
Autos	608	7.2	10.3
Industry	972	4.5	10.4

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4681	3.8	1.6
Health Care	1687	-1.1	5.1
Financials	860	-0.1	7.0
Communications	372	2.0	8.8
Consumer Discretionary	1848	0.3	0.9
Industry	1164	0.2	4.3
Consumer Staples	899	1.7	5.3
Energy	682	1.1	4.1
Utilities	401	1.0	4.2
Real Estate	264	0.2	3.2
Materials	566	1.7	6.8

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



Fed divulga minutas da última reunião de política monetária.

- Nos EUA, Fed divulga minutas da última reunião de política monetária. Na Zona Euro, os PMIs de Fevereiro devem sugerir actividade industrial ainda em contracção (mas a estabilizar) e crescimento dos serviços estável.
- No Reino Unido, a inflação terá subido em Janeiro para 2.8% YoY, ou para 3.7% a nível *core*. No Japão, a inflação terá subido de 3.6% para 4% YoY.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Fev. 18	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Fev.	-2.0		-12.6
	Fev. 18	Índice NAHB de confiança no mercado da habitação (pontos)	Fev.	46		47
	Fev. 19	Início de novas construções – mensal (%)	Jan.	-6.8		15.8
	Fev. 19	Licenças de construção – mensal (%)	Jan.	-1.5		-0.7
	Fev. 19	Fed publica minutas da última reunião de política monetária	Jan. 29			
	Fev. 20	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Fev.	20.0		44.3
	Fev. 20	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Fev. 15	215		213
	Fev. 21	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Fev. E	51.2		51.2
	Fev. 21	Índice PMI Serviços (pontos)	Fev. E	53.0		52.9
Zona Euro	Fev. 20	Confiança dos consumidores (pontos)	Fev. E	-14.0		-14.2
	Fev. 21	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Fev. E	47.0		46.6
	Fev. 21	Índice PMI Serviços (pontos)	Fev. E	51.5		51.3
	Fev. 21	Índice PMI Compósito (pontos)	Fev. E	50.4		50.2
Alemanha	Fev. 18	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Fev.	20.0		10.3
	Fev. 20	IPP – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.7 / 1.3		-0.1 / 0.8
França	Fev. 21	Confiança na indústria (pontos)	Fev.	96		95
Portugal	Fev. 18	IPP – mensal / homóloga (%)	Jan.	-		0.2 / 1.6
Reino Unido	Fev. 19	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan.	-0.3 / 2.8		0.3 / 2.5
	Fev. 21	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 0.4		-0.3 / 3.6
Japão	Fev. 20	IPC – homóloga (%)	Jan.	4.0		3.6

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Fev.11-12	Jerome Powell intervém perante o Senado e a Câmara dos Representantes				
	Fev. 12	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 2.9	0.5 / 3.0	0.4 / 2.9
	Fev. 12	IPC <i>core</i> – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 3.1	0.4 / 3.3	0.2 / 3.2
	Fev. 13	IPP – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 3.3	0.4 / 3.5	0.5 / 3.5 (r+)
	Fev. 13	IPP <i>core</i> – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 3.3	0.3 / 3.6	0.4 / 3.7 (r+)
	Fev. 13	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Fev. 08	216	213	220 (r+)
	Fev. 14	Vendas a retalho – mensal (%)	Jan.	-0.2	-0.9	0.7 (r+)
	Fev. 14	Produção industrial – mensal (%)	Jan.	0.3	0.5	1.0 (r+)
Zona Euro	Fev. 13	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Dez.	-0.6 / -3.1	-1.1 / -2.0	0.4 / -1.8 (r+)
	Fev. 14	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T 2ª	0.0 / 0.9	0.1 / 0.9	0.4 / 0.9
Portugal	Fev. 10	Saldo da balança de bens (EUR milhões)	Dez.	-	-2909	-2505 (r-)
	Fev. 13	Custo do trabalho – homóloga (%)	4T	-	9.6	8.7 (r+)
Reino Unido	Fev. 13	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Dez.	0.2 / -2.1	0.5 / -1.9	-0.5 / -2.0
	Fev. 13	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T	-0.1 / 1.1	0.1 / 1.4	0.0 / 1.0
China	Fev. 09	IPP – homóloga (%)	Jan.	-2.2	-2.3	-2.3
	Fev. 09	IPC – homóloga (%)	Jan.	0.4	0.5	0.1
Japão	Fev. 16	PIB – trimestral anualizada (%)	4T	1.1	2.8	1.7 (r+)

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

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

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

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

ZONA EURO PIB cresceu 0.1% QoQ no 4Q'24, vs. 0.4% no 3Q. Economia cresceu 0.7% em 2024. Indicadores recentes mantêm quadro de baixo crescimento (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego contido.

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

CHINA PIB cresceu 1.6% QoQ e 5.4% YoY no 4Q'24 (vs. 1.3% QoQ e 4.6% YoY no 3Q). Preocupações com o crescimento levaram autoridades a anunciar novos estímulos de política. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



INFLAÇÃO

EUA Inflação com sinais de persistência no início do ano, ainda acima das metas. Preços nos serviços mantêm subidas relativamente elevadas. Riscos de pressões inflacionistas numa 2ª presidência de Trump.

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

PORTUGAL Inflação recuou de 3% para 2.5% YoY em Jan'25. *Core* desceu de 2.8% para 2.7% YoY. Preços da energia e da alimentação não processada desaceleraram para 2.4% YoY e 1.8% YoY. Inflação média anual estável em 2.4%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em 2024, com cortes de 50 bps em Set, 25 bps em Nov e 25 bps em Dez, para 4.25%-4.5%. O último foi visto como um *hawkish cut*. Pausa em Janeiro, sinalizando não haver pressa em novos cortes. Fed espera mais evidência de desinflação e arrefecimento do mercado de trabalho. Mercado espera 1 corte em 2025.

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

REINO UNIDO Banco de Inglaterra cortou a *Bank rate* em 25 bps em Fev'25, para 4.5%, sugerindo uma postura cautelosa no ciclo de alívio dos juros. BoE vê inflação a subir até ao 3Q'25 (para ~3.7%), antes de convergir para os 2%. Mercado antecipa possibilidade de novo corte de 25 bps na *Bank Rate* em Maio.



JUROS DE MERCADO

EUA *Yield* do Treasury a 10 anos subiu ~100 bps desde mínimos de Set'24 até mid-Jan'25, para ~4.8%, com sinais de robustez do mercado de trabalho e consumo nos EUA. Descida para ~4.48% até Fev'25, com moderação da inflação, novos riscos para o crescimento e momentos de aversão ao risco nos mercados.

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

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

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

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

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

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



RISCOS

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

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

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

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



CENÁRIO OPTIMISTA

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

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



CENÁRIO PESSIMISTA

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

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

O presente documento tem como único objetivo disponibilizar informação obtida a partir de diversas fontes, incluindo meios de informação especializados, fontes oficiais e outras consideradas credíveis e fidedignas. As opiniões e previsões emitidas não vinculam o novobanco, não podendo o novobanco, por isso, ser responsabilizado, em qualquer circunstância, por erros, omissões ou inexatidões da informação constante neste documento ou que resultem do uso dado a essa informação, designadamente, de decisões de investimento ou contratação que tenham sido tomadas tendo por base os elementos contidos neste documento. Cabe ao investidor tomar as suas decisões, à luz do seu perfil e objetivos de investimento, e tendo em conta a legislação e regulamentação aplicável.

PAINEL DE BORDO

Taxas de Referência dos Bancos Centrais		Última alteração		Valor actual	Expectativa		
País/Região	Taxa	Data	Valor (bps)	(%)	Mar. 2025	Jun. 2025	Dez. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.12.2024	-25	4.25-4.50	4.25-4.50	4.00-4.25	3.75-4.00
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	30.01.2025	-25	2.75	2.50	2.00	1.75
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	06.02.2025	-25	4.50	4.50	4.25	4.00
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	24.01.2025	+25	0.50	0.50	0.50	0.75
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	29.01.2025	+100	13.25	14.25	15.00	15.00

Câmbio	14/2/2025		3 meses				12 meses	
	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.051	1.5	1.03	1.06	1.02	1.07		
EUR / GBP	0.833	0.8	0.82	0.84	0.83	0.85		
EUR / JPY	160.02	-1.8	159.65	159.14	147.90	157.21		
EUR / CHF	0.944	0.4	0.94	0.94	0.98	0.92		
EUR / PLN	4.159	-2.8	4.30	4.19	4.30	4.30		
EUR / AUD	1.652	-1.2	1.61	1.66	1.55	1.68		
USD / JPY	152.30	-3.2	155.00	150.76	145.00	146.53		
GBP / USD	1.261	0.7	1.26	1.26	1.23	1.26		
USD / BRL	5.698	-7.7	6.00	5.79	6.10	6.19		
EUR / BRL	6.006	-6.0	6.18	6.11	6.22	6.64		

PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (%população activa)			
	(2023 ^E , USD Mil Milhões)	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
Mundo	104 476.4	3.5	3.3	3.2	3.3	8.6	6.7	5.7	4.3				
EUA	26 949.6	1.9	2.9	2.8	2.1	6.5	3.9	2.8	2.2	3.6	3.6	4.1	4.4
China	17 700.9	3.0	5.2	5.0	4.6	1.9	0.2	0.3	1.0	5.6	5.2	5.1	5.1
Japão	4 230.9	1.2	1.5	0.1	1.1	2.5	3.3	2.2	2.0	2.6	2.6	2.5	2.5
União Europeia	18 351.1	3.7	0.6	0.9	1.4	9.3	6.3	2.6	2.3	6.2	6.1	6.1	5.9
Zona Euro	15 478.4	3.3	0.4	0.7	0.8	8.4	5.4	2.4	1.9	6.8	6.6	6.5	6.3
Alemanha	4 429.8	1.4	-0.3	-0.2	0.3	8.7	6.0	2.4	2.0	3.1	3.0	3.4	3.2
França	3 049.0	2.6	1.1	1.1	0.9	5.9	5.7	2.3	1.6	7.3	7.4	7.4	7.2
Itália	2 186.1	4.7	0.7	0.5	0.8	8.7	5.9	1.3	2.1	8.1	7.7	7.0	7.2
Espanha	1 582.1	6.2	2.7	3.2	2.4	8.3	3.4	2.8	1.9	13.0	12.2	11.6	11.2
Portugal	276.4	7.0	2.5	1.9	2.3	7.8	4.3	2.4	1.9	6.1	6.5	6.5	6.4
Reino Unido	3 332.1	4.8	0.3	1.1	1.5	9.1	7.3	2.6	2.1	3.9	4.0	4.3	4.1
Brasil	2 126.8	3.0	3.2	3.7	2.2	9.3	4.6	4.3	3.6	9.3	8.0	7.2	7.2
Índia	3 732.2	7.0	8.2	6.5	6.5	6.7	5.4	4.4	4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	93.8	4.2	1.0	2.4	2.8	21.4	13.6	28.4	21.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	21.9	4.4	5.4	4.3	4.3	10.4	7.0	3.5	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

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

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

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